信用评级公告

联合〔2021〕5414号

联合资信评估股份有限公司通过对安吉县城西北开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持安吉县城西北开发有限公司主体长期信用等级为AA，“16安吉管廊专项债/PR安城债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

安吉县城西北开发有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	本次评级展望
发行人	AA	稳定	AA	稳定
担保方	AAp[1]	稳定	AAp	稳定
16 安吉管廊专项债/PR 安城债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 安吉管廊专项债/PR 安城债	8.60 亿元	5.16 亿元	2023/07/18

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；到期兑付日为最后一个到期日期，不包括行权日

评级时间：2021 年 6 月 25 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	现金流	盈利能力	4
			现金流量	2
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		4
调整因素和理由				调整子级
外部支持				3

评级观点

安吉县城西北开发有限公司（以下简称“公司”）是安吉经济开发区城西北区域内重要的基础设施建设主体，2020 年，安吉县经济保持较快发展，为公司发展提供了良好的外部环境，且公司继续获得了有力的外部支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司面临一定资金支出压力、债务规模快速增长及存在一定或有负债风险等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司存续债券“16 安吉管廊专项债/PR 安城债”由安吉县产业投资发展集团有限公司（以下简称“安吉产投”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，安吉产投主体长期信用等级为 AA_{pi}，评级展望为稳定，其担保对“16 安吉管廊专项债”的偿付安全性具有积极作用。

未来，随着公司项目建设的持续推进，收入及利润规模有望保持增长，公司有望保持稳健发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 安吉管廊专项债/PR 安城债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**2020 年，安吉县经济保持较快发展，为公司发展提供了良好的外部环境。
2. **有力的外部支持。**公司作为安吉经济开发区城西北区域内重要的基础设施建设主体，在财政补贴及资金注入方面继续获得了有力的外部支持。
3. **分期还本缓解集中偿付压力，担保措施对“PR 安城债/16 安吉管廊专项债”的偿付安全性具有积极作用。**“PR 安城债/16 安吉管廊专项债”附设分期还本条款有助于缓解公司的集中偿付压力，同时，安吉产投为“PR 安城债/16 安吉管廊专项债”提供全额无条件不

[1] 本评级结果为主动评级结果（pi 代表主动评级），评级资料主要来源于公开信息，与委托评级相比，评级调查工作（可能无）和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议，联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：

马玉丹　　登记编号（R0150220120054）

杨　婷　　登记编号（R0040216030001）

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

可撤销连带责任保证担保，其担保对“PR 安城债/16 安吉管廊专项债”的偿付安全性具有积极作用。

关注

1. **面临一定资金支出压力。**公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定资金支出压力，且自营项目未来收益具有一定不确定性。
2. **债务规模快速增长。**公司债务规模快速增长，整体债务负担有所加重。同时，公司 2022 年及 2023 年面临一定的集中偿付压力。
3. **存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保余额为 42.83 亿元，占净资产的 57.31%，对外担保金额较大，公司存在一定或有负债风险。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	1.82	5.15	13.04
资产总额（亿元）	126.17	159.64	183.40
所有者权益（亿元）	70.16	69.99	74.73
短期债务（亿元）	7.08	7.90	13.14
长期债务（亿元）	46.70	78.76	91.65
全部债务（亿元）	53.77	86.65	104.79
营业收入（亿元）	5.61	5.94	7.53
利润总额（亿元）	1.31	1.10	1.56
EBITDA（亿元）	2.60	3.03	3.83
经营性净现金流（亿元）	-3.67	-4.03	0.53
营业利润率（%）	18.19	18.49	18.16
净资产收益率（%）	1.87	1.57	2.08
资产负债率（%）	44.39	56.16	59.25
全部债务资本化比率（%）	43.39	55.32	58.37
流动比率（%）	923.17	899.70	650.26
经营现金流动负债比（%）	-39.43	-36.98	3.13
现金短期债务比（倍）	0.26	0.65	0.99
EBITDA 利息倍数（倍）	0.84	0.52	0.53
全部债务/EBITDA（倍）	20.72	28.64	27.34
本部（母公司）			
项　目	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年**
资产总额（亿元）	124.18	159.84	182.98
所有者权益（亿元）	68.92	70.30	74.92
全部债务（亿元）	53.17	86.65	104.79
营业收入（亿元）	5.61	5.94	6.47
利润总额（亿元）	1.50	1.22	1.44

资产负债率（%）	44.50	56.02	59.06
全部债务资本化比率（%）	43.55	55.21	58.31
流动比率（%）	921.35	909.32	651.56
经营现金流动负债比（%）	-42.06	-35.62	21.50

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；
2. 本报告已将长期应款带息债务纳入债务核算
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 安吉管廊专项债/PR 安城债	AA	AA	稳定	2020/07/17	马玉丹 徐佳	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文
16 安吉管廊专项债/PR 安城债	AA	AA	稳定	2017/07/07	王超 王妍	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 安吉管廊专项债/PR 安城债	AA	AA-	稳定	2015/11/24	霍焰 王妍	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

声　明

一、本报告引用的资料主要由安吉县城西北开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为安吉县城西北开发有限公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

五、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

六、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

安吉县城西北开发有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于安吉县城西北开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

2020年，公司注册资本及实收资本均未发生变化。截至2020年末，公司注册资本和实收资本均为3.80亿元，浙江安吉国控建设发展集团有限公司（以下简称“安吉国控”）持有公司100.00%股权。2020年1月，浙江省安吉经济开发区管理委员会（以下简称“安吉经开区管委会”）将其持有的安吉国控70.00%股权无偿划转至安吉县财政局，安吉县财政局持有安吉国控100.00%股权，为公司实际控制人。

2020年，公司业务模式和组织结构较上年未发生变化。截至2020年末，公司拥有子公司2家。

截至2020年末，公司合并资产总额183.40亿元，所有者权益74.73亿元，全部为归属于母公司的所有者权益。2020年，公司实现营业收入7.53亿元，利润总额1.56亿元。

公司注册地址：递铺镇胜利西路1号6楼；法定代表人：章文君。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2021年3月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 3 月末联合资信评级债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
16 安吉管廊专项债/PR 安城债	8.60	5.16	2016/07/18	7
17 安吉 01	10.00	4.65	2017/09/20	3+2
19 安吉 01	10.00	10.00	2019/03/28	3+2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1.　宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%[2]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%[3]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而

2文中 GDP 增长均为实际增速，下同
3为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同

比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业

建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城

镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年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》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务，公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域环境分析

2020年，安吉县经济保持较快发展，为公司发展提供了良好的外部环境。

根据《2020年安吉县国民经济和社会发展统计公报》，2020年，安吉县地区生产总值487.06亿元，按可比价格计算，增长4.3%。其中，第一产业增加值28.04亿元，第二产业增加值216.35亿元，第三产业增加值242.67亿元，分别增长1.4%、5.3%和3.8%。三次产业结构由上年的5.9:45.1:49.0调整为5.8:44.4:49.8。

2020年，安吉县完成固定资产投资187.59亿元，增长6.9%。其中，基础设施投资62.58亿元，增长23.6%。全年完成房地产开发投资71.42亿元，增长0.6%。

2020年，安吉县完成实现规模以上工业增加值183.39亿元，增长8.4%；全年规模以上工业实现营业收入733.61亿元，增长18.6%；全年高新技术产业营业收入增长25.5%，利税和利润分别增长49.3%和70.9%。利税超亿元的行业主要为家具制造业，医药制造业，电力、热力生产和供应业等。

根据《关于安吉县2020年财政预算执行情况和2021年财政预算草案的报告》，2020年，安吉县实现财政总收入100.11亿元，同比增长11.1%；一般公共预算收入59.76亿元，同比增长11.6%，其中，税收收入占一般公共预算收入比重89.69%。同期，安吉县公共财政支出预算86.22亿元，财政自给率[4]69.31%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

2020年，公司产权状况未发生变化。安吉国控为公司唯一股东，安吉县财政局为公司实际控制人。

2. 外部支持

公司在财政补贴及资金注入方面继续获得了有力的外部支持。

公司作为安吉经济开发区城西北区域内重要的基础设施建设主体，2019－2020年，公司分别收到地方政府拨付的基础设施建设补贴资金1.60亿元和1.60亿元，计入其他收益。2020年，公司收到安吉国控资金注入3.18亿元，计入资本公积。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（中征码：3305230000452133）（自主查询版），截至2021年5月26日，公司本部无未结清和已结清的不良和关注类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2021年6月3日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2021年4月28日，公司发布了《安吉县城西北开发有限公司关于公司法定代表人、董事长、总经理发生变更的公告》，因公司战略定位及经营发展需要，经公司股东会及董事会同意：公司法定代表人、董事长、总经理由潘司方变更为章文君。公司法定代表人、董事长、总经理变更事项已经安吉县市场监督管理局核准通过，完成工商变更登记手续。

章文君，女，1992年5月生，浙江安吉人，毕业于浙江工商大学杭州商学院，助理会计师；

[4] 财政自给率=一般公共预算收入*100%/一般公共预算支出

曾任安吉县大志家具制造有限公司会计助理，安吉县民间融资服务中心有限公司财务主管，安吉开发区发展服务中心主管。

公司主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入规模有所增长，综合毛利率水平保持稳定。

公司仍负责安吉经济开发区西北城区“美丽乡村”建设及相关土地拆迁整理和基础设施项目建设，公司在财务记账上依据代建项目的主要用途列为旅游项目开发收入，实质为基础设施代建收入。2020年，公司营业收入较上年增长26.70%，主要系代建项目结算量增加带动代建收入增长所致；综合毛利率水平保持稳定。

表 4 公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
旅游开发项目	54463.60	91.67	18.71	66111.72	87.83	18.39
管网租赁	4950.00	8.33	18.11	9163.77	12.17	18.11
合计	**59413.60**	**100.00**	**18.66**	**75275.49**	**100.00**	**18.35**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 代建业务

2020年，公司代建业务回款效率较好，主要在建项目尚需一定投资规模，公司未来具有一定的资金支出压力。

公司代建业务系依安吉经开区管委会下达的指标，与股东安吉国控签订项目建设协议，对安吉经济开发区西北区域的土地进行拆迁整理和配套基础设施建设。

收入确认方面，公司与安吉国控一般每年签订一次项目结算书，公司根据结算书中确定的金额予以确认当年收入，实际资金结算按每期项目结算确认书出具日至满两年之日时实行。项目成本按照移交项目时账面实际发生的成本以及对暂时没有支付的工程款进行暂估后确认。项目建设中，公司根据工程建设进度及资金需求向安吉经开区管委会提出资金申请，安吉经开区管委会同意后由浙江省安吉经济发展总公司（以下简称“安吉总公司”）支付给公司，安吉总公司为安吉经开区管委会下设事业单位，负责资金的归集和分配。

2020年，公司根据《项目结算书》确认收入的项目为安吉县双河新农村项目、安吉县梅溪镇土地开发复垦项目、安吉开发区苕溪水环境综合整治工程及安吉县椅艺小镇配套设施项目，上述项目年内确认征地、拆迁、基础设施建设项目，实现收入6.61亿元（上年为5.45亿元），收到回款7.09亿元（上年回款为5.19亿元）。截至2020年末，公司已完工尚未结算的项目尚有93.04亿元，待结算规模较大。截至2020年末，公司主要在建项目为安吉县椅艺小镇配套设施项目，计划总投资12.29亿元，尚需投资11.41亿元。

3. 自营项目

公司自营项目投资规模较大，未来面临一定资金支出压力，且未来收益具有一定不确定性。

截至 2020 年末，公司主要在建自营项目包括浙江省安吉经济开发区科创园建设项目、安吉经济开发区海绵城市生态旅游建设项目和安吉经济开发区生态环境建设改造工程项目，计划总投资 60.70 亿元，已完成投资 32.57 亿元（体现在“在建工程”科目），公司仍面临一定资金支出压力，且自营项目拟通过厂房出租出售、旅游门票收入等实现资金回笼，资金回收受建设进度、实际租售情况等影响较大，未来收益具有一定不确定性。

4. 未来发展

未来，公司将根据安吉县《浙江省安吉经济开发区总体规划（2014－2030）》的指引，将安吉经济开发区建设成以装备制造、绿色家居、健康医药产业为核心，商贸物流、商业配套为辅的综合功能型现代产业园区。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司及其子公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

合并范围方面，2020年公司合并范围内减少1家子公司，截至2020年末，公司合并范围内子公司2家。公司减少的子公司规模小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模保持增长，以代建项目和自营项目投入形成的资产为主，公司整体资产质量一般。

截至 2020 年末，公司合并资产总额较上年末增长 14.88%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年末		2020 年末	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**98.01**	**61.40**	**110.68**	**60.35**
货币资金	5.15	3.23	13.04	7.11
应收账款	4.91	3.08	4.44	2.42
存货	87.35	54.72	93.05	50.73
非流动资产	**61.63**	**38.60**	**72.72**	**39.65**
固定资产	10.55	6.61	14.46	7.88
在建工程	27.21	17.05	33.71	18.38
无形资产	23.33	14.62	22.90	12.49
资产总额	**159.64**	**100.00**	**183.40**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2020 年末，公司流动资产较上年末增长 12.93%，主要系货币资金和存货增长所致。公司货币资金较上年末增长 153.06%。其中，3.00 亿元为定期存单，用于质押借款，0.83 亿元为保证金，其他均为银行存款。应收账款较上年末下降 9.65%，全部为应收安吉国控的工程款，账龄为 1 年以内，计提坏账准备 0.14 亿元。公司存货较上年末增长 6.52%，全部为代建项目开发成本，未计提跌价准备。

截至 2020 年末，公司非流动资产较上年末增长 18.00%。其中固定资产较上年末增长 37.05%，主要系当期购置房屋和建筑物 0.09 亿元以及存货-道路污水管网转入 4.58 亿元所致。在建工程较上年末增长 23.90%，主要系公司增加对安吉经济开发区海绵城市生态旅游建设项目（11.87 亿元）、安吉经济开发区生态环境建设改造工程（3.20 亿元）和浙江省安吉经济开发区科创园建设项目（9.80 亿元）等投入。无形资产账面价值较上年末变化不大，为自持土地使用权，均系商用出让用地或住宅出让用地（土地面积 64.52 万平方米），其中 1.15 亿元用作抵押。

截至 2020 年末，公司受限资产 15.98 亿元，受限比例 8.71%；以货币资金（占 23.97%）、固定资产（占 62.58%）和无形资产（占 7.20%）为主。

3. 资本结构

（1）所有者权益

受安吉国控注资及利润留存影响，公司所有者权益有所增长，权益稳定性较强。

截至 2020 年末，公司所有者权益 74.73 亿元，较上年末增长 6.77%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。其中，资本公积 61.59 亿元，较上年末增长 5.45%，主要系安吉国控对公司注资增加资本公积 3.18 亿元所致。未分配利润较上年末增长 20.36%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 5.09%、82.42%和 11.15%。权益稳定性较强。

（2）负债

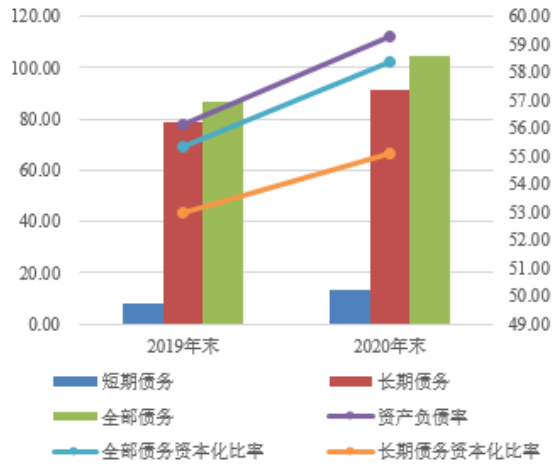
公司债务规模快速增长，整体债务负担有所加重，整体债务负担适中，公司 2022 年及 2023 年面临一定的集中偿付压力。

截至 2020 年末，公司负债合计 108.67 亿元，较上年末增长 21.22%，主要系应付债券增加所致。其中流动负债占 15.66%，非流动负债占 84.34%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2020 年末，公司流动负债合计 17.02 亿元，较上年末增长 56.25%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司一年内到期的非流动负债 12.39 亿元，较上年末增长 73.46%，其中一年内到期的长期借款占 65.31%、一年内到期的应付债券占 13.89%、一年内到期的长期应付款占 20.80%。

截至 2020 年末，公司非流动负债 91.65 亿元，较上年末增长 16.38%。其中长期借款、应付债券和长期应付款分别占 35.90%、57.43%和 6.68%。公司长期借款 32.90 亿元，较上年末下降 7.95%，由质押借款、保证借款和保证+质押借款构成。公司应付债券 52.63 亿元，较上年末增长 50.65%，主要系新增发行 4 只私募债“G20 安吉 2”“20 安吉 01”“20 安吉 02”和“G20 安吉 1”，合计募资 24.71 亿元所致。公司长期应付款 6.12 亿元，较上年末下降 24.27%。本报告已将长期应付款调整至债务核算。

图1　公司债务及债务指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2020 年末，公司全部债务为 104.79 亿元，较上年末增长 20.94%，仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年末增长至 59.25%、58.37%和 55.09%，公司整体债务负担适中。

从有息债务期限结构看，2021 年、2022 年、2023 年和 2024 年及以后，公司需偿还的有息债务分别为 13.14 亿元、41.32 亿元、34.44 亿元和 15.88 亿元。公司 2022 年及 2023 年面临一定的集中偿付压力。

4.　盈利能力

2020 年，公司营业收入有所增长，财政补助对利润总额的贡献大，整体盈利能力一般。

2020 年，公司营业收入较上年增长 26.70%；营业成本较上年增长 27.18%；营业收入增速略慢于营业成本增速，公司营业利润率变化不大。

期间费用方面，2020 年，公司费用总额较上年下降 6.72%，主要系管理费用下降所致。费用总额占营业收入的比重为 18.91%（上年为 25.69%），期间费用对公司利润形成一定的侵蚀。

表6　公司收入及利润情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
营业收入	5.94	7.53
营业成本	4.83	6.15
费用总额	1.53	1.42
其中：管理费用	0.77	0.63
财务费用	0.75	0.79
其他收益	1.60	1.60
利润总额	1.10	1.56
营业利润率	18.49	18.16
总资本收益率	1.23	1.40
净资产收益率	1.57	2.08

资料来源：根据公司审计报告整理

2020 年，公司收到地方政府拨付的基础设施建设补贴资金 1.60 亿元，计入其他收益，占利润总额的比重为 102.81%，政府补助对利润总额的贡献大。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率及净资产收益率较上年均有所上升，整体盈

利能力一般。

5. 现金流分析

由于项目支出减少及业务回款增加，公司经营活动现金由净流出转为净流入；受自营项目持续投入影响，投资活动现金流持续为负，但净流出规模明显收窄；考虑到公司在建及拟建项目未来投资规模大，公司仍存在较大的筹资压力。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入量较上年下降45.15%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金流入量为8.10亿元，较上年增长55.03%，主要系业务回款增加所致；收到其他与经营活动有关的现金3.27亿元，较上年下降78.90%，主要为往来款流入。经营活动现金流出量较上年下降56.22%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金10.73亿元，较上年下降56.43%，主要为项目建设支出。综上，公司经营性现金由净流出转为净流入。公司现金收入比较上年提高19.66个百分点，收入实现质量较好。

表7 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	20.73	11.37
经营活动现金流出小计	24.76	10.84
经营活动现金流量净额	**-4.03**	**0.53**
投资活动现金流入小计	0.0001	0.003
投资活动现金流出小计	20.59	5.95
投资活动现金流量净额	**-20.59**	**-5.95**
筹资活动现金流入小计	42.15	37.51
筹资活动现金流出小计	16.19	25.04
筹资活动现金流量净额	**25.96**	**12.47**
现金收入比	87.92	107.58

资料来源：根据公司审计报告整理

2020年，公司投资活动现金流量净额为-5.95亿元，持续净流出但规模明显收窄，主要为自营项目建设投入支出。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动产生的现金流入量主要来自金融机构借款及发行债券，其中取得借款收到的现金34.31亿元（含发行债券部分）。筹资活动现金流出主要体现为偿还债务本息支付的现金；同期，筹资活动产生的现金流量净额为12.47亿元，持续净流入。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，存在一定或有负债风险；考虑到公司业务地位以及继续获得了有力的外部支持，公司整体偿债能力很强。

表 8 公司偿债能力指标（单位：%、倍）

项目	2019 年（末）	2020 年（末）
短期偿债能力指标		
流动比率	899.70	650.26
速动比率	97.86	103.61
现金短期债务比	0.65	0.99
长期偿债能力指标		
EBITDA 利息倍数	0.52	0.53
全部债务/EBITDA	28.64	27.34

资料来源：公司提供及审计报告

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末公司流动比率较上年末有所下降，速动比率和现金短期债务比均有所增长。剔除受限货币资金，公司现金短期债务比为 0.70 倍。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 3.83 亿元，较上年增长 26.68%，由折旧（占 19.93%）、摊销（占 14.25%）、计入财务费用的利息支出（占 25.21%）、利润总额（占 40.60%）构成。公司全部债务/EBITDA 倍数有所下降，EBITDA 利息倍数变化不大。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年末，公司共获得各金融机构授信 45.11 亿元，尚有 2.90 亿元未使用完毕，公司间接融资渠道亟待拓宽。

表9 截至2020年末公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	余额	企业性质
安吉县清泉污水处理有限公司	8.78	地方国有企业
安吉县交通投资发展集团有限公司	4.50	地方国有企业
安吉旅游发展总公司	2.00	地方国有企业

安吉绿涛现代农林发展有限公司	13.45	地方国有企业
安吉县天子湖农业综合开发有限公司	2.40	地方国有企业
安吉乡土农业发展有限公司	0.46	地方国有企业
安吉兴梅绿化工程有限公司	0.50	地方国有企业
安吉紫梅实业有限公司	2.00	地方国有企业
国诚融资租赁有限公司	0.84	地方民企
安吉县新城乡建设总公司	3.00	事业单位
浙江合港建设有限公司	3.00	地方国有企业
浙江安吉长运汽车运输有限公司	0.22	地方国有企业
安吉润丰市场开发有限公司	0.13	地方国有企业
安吉两山高新技术产业园区开发有限公司	1.55	地方国有企业
合计	**42.83**	--

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司对外担保余额为42.83亿元，占净资产的57.31%，被担保方除国诚融资租赁（浙江）有限公司外均为地方国有企业及事业单位，经营情况良好，但担保金额较大且被担保企业规模较小，公司存在一定或有负债风险。

7. 母公司财务分析

公司资产、收入主要来自于母公司，母公司对子公司管控力度强，母公司整体债务负担适中，短期偿债能力尚可。

公司主营业务主要由母公司运营。公司子公司基本通过划拨产生，母公司对子公司人事任免及财务资金等方面管控子公司，母公司对子公司管控力度强。

截至2020年末，母公司资产规模为182.98亿元（占合并口径的99.77%），较上年末增长14.47%；母公司负债规模较上年末增长20.69%至108.06亿元（占合并口径的99.44%）；母公司所有者权益占合并口径的100.25%；母公司全部债务占合并口径的100.00%，整体债务负担适中。现金短期债务比为0.98倍（未考虑受限资金），母公司短期偿债能力尚可。2020年，母公司实现营业收入6.47亿元（占合并口径的85.96%；母公司利润总额1.44亿元（占合并口径的92.25%）

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对2021年剩余到期债券余额保障能力强，经营活动现金流入量及EBITDA对公司未来待偿债券本金峰值的保障能力较弱，未来债券集中偿付压力较大。

截至2021年5月末，公司存续期债券余额54.61亿元，若“G20安吉2”“20安吉01”“20安吉02”“G20安吉1”“19安吉02”“17安吉01”及“19安吉01”存续期内投资者均将所持债券按票面金额全部回售给公司，2021年剩余到期债券余额为1.72亿元，2023年公司将达到存续债券待偿本金峰值26.52亿元。截至2020年末，公司现金类资产为9.21亿元（剔除受限资金）；2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净额和EBITDA分别为11.37亿元、0.53亿元和3.83亿元，对存续期债券保障情况如下表。

表10 公司存续债券保障情况

项目	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	1.72
未来待偿债券本金峰值（亿元）	26.52
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	5.35
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.43
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.02
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.14

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用2020年末财务数据，已剔除受限资金3.83亿元；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA均采用2020年度数据；4. 已考虑“PR安城债/16安吉管廊专项债”分期偿还情况

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

十一、 担保人担保能力分析

1. 担保条款

“16安吉管廊专项债/PR安城债”由安吉县产业投资发展集团有限公司（以下简称“安吉产投”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他

应支付的费用。同时“16 安吉管廊专项债”附设分期还本条款有助于缓解公司的集中偿付压力。

2. 担保人信用分析

（1）担保人主体概况

2020 年 3 月，安吉县财政局将持有的安吉产投 100.00%股权无偿划拨给浙江安吉两山国有控股集团有限公司（以下简称“两山国控”）。2020 年 6 月，安吉县财政局将安吉产投 10.00%的股权无偿划转至浙江省财务开发有限责任公司。2020 年，安吉产投注册资本和实收资本均未发生变化。2021 年 2 月，安吉产投更名为现名。截至 2020 年末，两山国控持有安吉产投 90.00%股权，两山国控由安吉县财政局 100.00%持股。截至 2020 年末，安吉产投注册资本及实收资本均为 10.00 亿元，安吉产投实际控制人仍为安吉县财政局。

截至 2020 年末，安吉产投合并资产总额 456.05 亿元，所有者权益 137.87 亿元（含少数股东权益 0.60 亿元）。2020 年，安吉产投实现营业收入 14.48 亿元，利润总额 2.47 亿元。

安吉产投注册地址：递铺镇胜利西路 38 号（第一国际城）1 幢十楼；法定代表人：蔡刚清。

（2）基础素质分析

安吉产投作为安吉县重要的基础设施投资、建设及运营的主体，在政府补贴及财政拨款方面继续得到了较大力度的外部支持。

安吉产投是安吉县城市基础设施投资、建设及运营的主体，2020 年获得政府补助 2.80 亿元、获得财政资本性拨款 5.00 亿元。

根据《企业信用报告（银行版）》，（统一社会信用代码：913305237227712104），截至 2021 年 5 月 12 日，安吉产投本部无未结清的不良和关注类信贷信息记录，已结清中有 2 笔关注类信贷信息。

（3）经营分析

2020 年，安吉产投营业收入保持增长，综合毛利率有所下降。

2020 年，安吉产投营业收入较上年增长 47.12%，主要系设施建设收入和贸易业务收入增加所致。安吉产投综合毛利率较上年减少 5.49 个百分点，主要系毛利率低的商品贸易收入增加及其他业务毛利率下降所致。

表 11 安吉产投营业收入构成及毛利率情况

（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地业务	2.85	28.95	8.04	2.34	16.14	8.04
设施建设	4.76	48.36	8.04	8.76	60.44	8.04
文化旅游业务	0.22	2.21	15.41	0.21	1.43	32.25
商品贸易业务	0.07	0.71	11.26	1.18	8.15	10.40
其他业务	1.95	19.78	70.15	2.00	13.84	54.60
合计	**9.85**	**100.00**	**20.50**	**14.48**	**100.00**	**15.02**

注：其他收入含融资租赁、融资担保、矿产资源等多项业务
资料来源：根据安吉产投审计报告整理

安吉产投的土地整理及设施建设业务收入仍主要来自子公司浙江天昊建设发展有限公司（以下简称“天昊建设”）和安吉紫梅实业有限公司（以下简称“紫梅实业”）。天昊建设子公司同安吉县天子湖镇人民政府和安吉县财政局签订三方委托建设协议、紫梅实业同安吉县梅溪镇人民政府和安吉县财政局签订三方委托建设合同，委托安吉产投实施农村土地、征地拆迁、安置房建设整理等建设项目，承建的项目分段完工或全部完工，经审计确认后移交给地方政府，同时向安吉县财政局结算工程款，工程款按经审核的工程成本加成一定比例管理费计算。2020 年安吉产投土地整理和市政基础设施建设业务收入合计为 11.10 亿元。

（4）财务分析

安吉产投资产中存货及其他应收款占比较高，资产质量一般；债务规模保持增长，整体债务负担适中，存在一定的或有负债风险。考虑到安吉国资作为安吉县重要的基础设施建设主体，持续得到一定的外部支持，其担保对“16 安吉管廊专项债/PR 安城债”的偿付安全性具有积极作用。

安吉产投提供了2020年度财务报表，苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2020年安吉产投新增3家子公司（均为投资设立或股权划转）、减少子公司3家，截至2020年末，安吉产投纳入合并范围子公司62家，安吉产投新增、减少子公司规模均较小，其财务数据可比性强。

截至2020年末，安吉产投资产总额456.05亿元，较上年末增长5.31%，主要系货币资金和存货增加所致。其中流动资产占96.04%，非流动资产占3.96%，资产结构仍以流动资产为主。

截至2020年末，安吉产投流动资产438.00亿元，较上年末增长6.54%，流动资产主要由货币资金（占11.16%）、其他应收款（占37.19%）和存货（占48.24%）构成。货币资金48.90亿元，较上年末增长31.42%，其中受限货币资金21.15亿元，受限比例为43.25%，均为保证金。其他应收款162.88亿元，较上年末下降5.02%。其他应收款前五名余额共计90.17亿元，主要为安吉美丽乡村建设发展总公司、安吉临港经济区开发建设总公司等政府机构或国有企业，安吉产投计提其他应收款坏账准备0.96亿元。货211.30亿元，较上年末增长7.92%，主要由项目开发成本204.19亿元和开发用土地6.76亿元构成，未计提跌价准备。

截至2020年末，安吉产投所有者权益137.87亿元，较上年末增长2.58%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。资本公积115.47亿元，较上年增长1.18%，其中政府划入子公司股权增加0.17亿元、无偿划入房屋及土地资产增加0.28亿元、财政资本性拨款增加5.00亿元。

截至2020年末，安吉产投负债总额318.18亿元，较上年末增长6.53%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。其中流动负债和非流动负债分别占53.65%和46.35%。安吉产投应付债券49.37亿元，较上年末下降17.06%，主要系当期偿还债券所致。

截至2020年末，安吉产投全部债务243.66亿元，较上年末增长10.32%。其中，短期债务98.67亿元（占40.49%），较上年末增长93.28%；长期债务144.99亿元（占59.51%），较上年末下降14.62%。安吉产投资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.77%、63.86%和51.26%，较上年末分别提高0.80个百分点、提高1.70个百分点和下降4.56个百分点。

2020年安吉产投实现营业收入14.48亿元，较上年增长47.12%。安吉产投利润总额2.47亿元，营业利润率为13.48%。

从经营活动来看，2020年，安吉产投经营活动现金流入量为58.04亿元，较上年增长69.91%。其中销售商品、提供劳务收到的现金为9.02亿元，较上年增长84.94%。2020年，安吉产投经营活动现金净流出2.81亿元，由上年的净流入转为净流出。现金收入比为62.29%，较上年提高12.74个百分点，但收入实现质量仍较差。同期，安吉产投投资活动产生的现金流量净额为-1.77亿元，筹资活动产生的现金流量净额为10.80亿元。

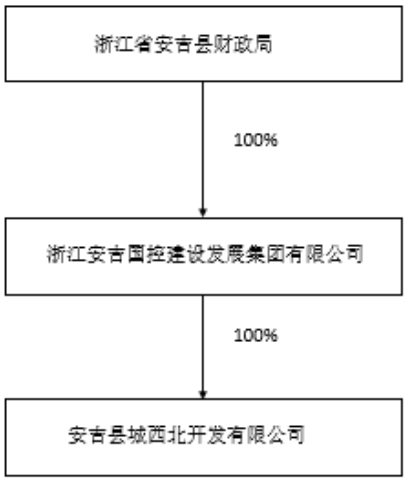
截至2020年末，安吉产投对外担保余额为59.06亿元（详见附件），占净资产的42.84%，安吉产投对外担保规模大，存在一定的或有负债风险。

综合评估，联合资信确定安吉产投的主体长期信用等级为AA_{pi}，评级展望为稳定，其担保对“16安吉管廊专项债/PR安城债”的偿付安全性具有积极作用。

十二、 结论

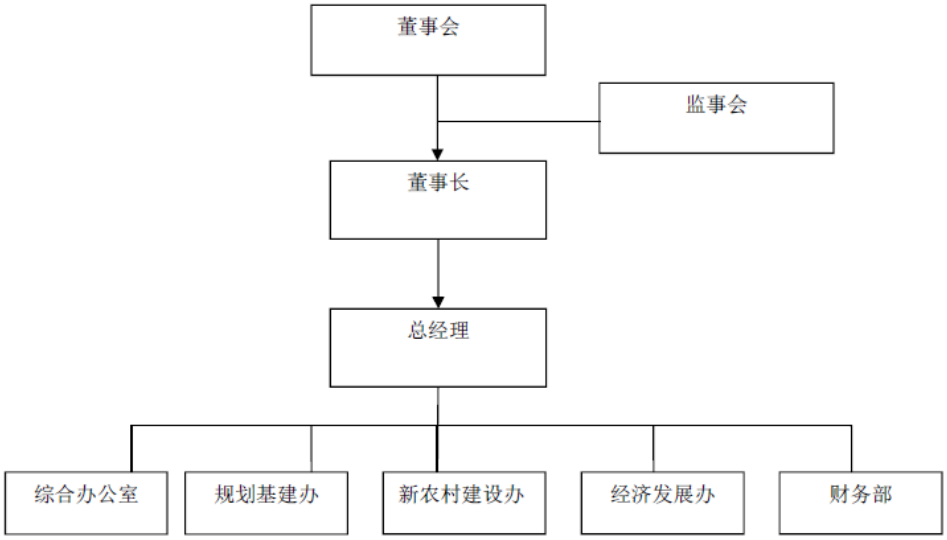
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“16安吉管廊专项债/PR安城债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年末公司合并范围子公司情况

子公司名称	持股比例（%）	业务性质
安吉绿色家居产业园区开发有限公司	100.00	工业园区的规划、咨询、投资建设
安吉广恒房地产开发有限公司	100.00	房地产开发、经营

注：安吉广恒房地产开发有限公司已更名安吉国诚管理咨询有限公司
资料来源：根据公司审计报告整理

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.82	5.15	13.04
资产总额（亿元）	126.17	159.64	183.40
所有者权益（亿元）	70.16	69.99	74.73
短期债务（亿元）	7.08	7.90	13.14
长期债务（亿元）	46.70	78.76	91.65
全部债务（亿元）	53.77	86.65	104.79
营业收入（亿元）	5.61	5.94	7.53
利润总额（亿元）	1.31	1.10	1.56
EBITDA（亿元）	2.60	3.03	3.83
经营性净现金流（亿元）	-3.67	-4.03	0.53
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.45	1.31	1.61
存货周转次数（次）	0.06	0.06	0.07
总资产周转次数（次）	0.05	0.04	0.04
现金收入比（%）	84.15	87.92	107.58
营业利润率（%）	18.19	18.49	18.16
总资本收益率（%）	1.65	1.23	1.40
净资产收益率（%）	1.87	1.57	2.08
长期债务资本化比率（%）	39.96	52.95	55.09
全部债务资本化比率（%）	43.39	55.32	58.37
资产负债率（%）	44.39	56.16	59.25
流动比率（%）	923.17	899.70	650.26
速动比率（%）	72.52	97.86	103.61
经营现金流动负债比（%）	-39.43	-36.98	3.13
现金短期债务比（倍）	0.26	0.65	0.99
EBITDA 利息倍数（倍）	0.84	0.52	0.53
全部债务/EBITDA（倍）	20.72	28.64	27.34

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；2. 本报告已将长期应款带息债务纳入长期债务核算

资料来源：公司财务报表、联合资信整理

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.44	5.14	12.84
资产总额（亿元）	124.18	159.84	182.98
所有者权益（亿元）	68.92	70.30	74.92
短期债务（亿元）	7.03	7.90	13.14
长期债务（亿元）	46.15	78.76	91.65
全部债务（亿元）	53.17	86.65	104.79
营业收入（亿元）	5.61	5.94	6.47
利润总额（亿元）	1.50	1.22	1.44
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-3.83	-3.84	3.53
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.45	1.31	1.38
存货周转次数（次）	0.08	0.07	0.07
总资产周转次数（次）	0.05	0.04	0.04
现金收入比（%）	84.15	87.92	108.74
营业利润率（%）	18.19	18.49	18.42
总资本收益率（%）	1.23	0.78	0.80
净资产收益率（%）	2.18	1.74	1.91
长期债务资本化比率（%）	40.10	52.83	55.02
全部债务资本化比率（%）	43.55	55.21	58.31
资产负债率（%）	44.50	56.02	59.06
流动比率（%）	921.35	909.32	651.56
速动比率（%）	203.06	189.42	165.85
经营现金流动负债比（%）	-42.06	-35.62	21.50
现金短期债务比（倍）	0.20	0.65	0.98
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. “/”表示相关指标因未获得数据而无法计算；3. 本报告将母公司长期应付款带息部分纳入长期债务核算

资料来源：公司财务报表、联合资信整理

附件 3　安吉产投对外担保情况（截至 2020 年末）

被担保方名称	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否履行完毕
安吉县城市建设发展有限公司	136798.00	2016 年 1 月	2028 年 1 月	否
安吉县交通投资发展集团有限公司	49000.00	2016 年 11 月	2022 年 4 月	否
安吉县城市建设投资集团有限公司	100000.00	2019 年 6 月	2024 年 6 月	否
安吉国源水务集团有限公司	55000.00	2015 年 7 月	2024 年 12 月	否
安吉县城市建设发展有限公司	50000.00	2016 年 3 月	2021 年 3 月	是
安吉县交通投资发展集团有限公司	30000.00	2016 年 1 月	2021 年 1 月	是
安吉县交通投资发展集团有限公司	20000.00	2019 年 11 月	2024 年 11 月	否
安吉国源水务安装工程有限公司	36000.00	2015 年 11 月	2030 年 11 月	否
安吉县交通投资发展集团有限公司	9427.60	2017 年 1 月	2021 年 12 月	否
安吉县交通投资发展集团有限公司	570.00	2017 年 1 月	2021 年 12 月	否
安吉县交通投资发展集团有限公司	6501.33	2018 年 3 月	2023 年 3 月	否
安吉县交通投资发展集团有限公司	10000.00	2020 年 6 月	2022 年 6 月	否
浙江安吉长运汽车运输有限公司	6668.57	2019 年 12 月	2022 年 12 月	否
浙江安吉长运汽车运输有限公司	6668.57	2019 年 12 月	2022 年 12 月	否
安吉县水利建设发展总公司（安吉县凤凰水库建设开发总公司）	34000.00	2015 年 2 月	2033 年 2 月	否
浙江安吉高速公路有限公司	10000.00	2019 年 11 月	2022 年 11 月	否
安吉县城市建设投资集团有限公司	30000.00	2018 年 10 月	2023 年 10 月	否
合计	**590634.07**	--	--	--

资料来源：安吉产投审计报告、联合资信整理

附件 4　安吉产投主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	27.25	37.21	48.90
资产总额（亿元）	364.32	433.07	456.05
所有者权益（亿元）	123.09	134.40	137.87
短期债务（亿元）	73.01	51.05	98.67
长期债务（亿元）	125.35	169.82	144.99
全部债务（亿元）	198.36	220.87	243.66
营业收入（亿元）	8.24	9.85	14.48
利润总额（亿元）	1.48	2.20	2.47
EBITDA（亿元）	3.78	3.47	4.44
经营性净现金流（亿元）	9.67	12.09	-2.81
财务指标			
销售债权周转次数（次）	20.24	4.40	2.04
存货周转次数（次）	0.05	0.04	0.06
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.03
现金收入比（%）	76.60	49.55	62.29
营业利润率（%）	16.77	19.13	13.48
总资本收益率（%）	1.00	0.89	1.00
净资产收益率（%）	1.01	1.52	1.51
长期债务资本化比率（%）	50.46	55.82	51.26
全部债务资本化比率（%）	61.71	62.17	63.86
资产负债率（%）	66.21	68.97	69.77
流动比率（%）	302.61	325.59	256.57
速动比率（%）	162.74	170.53	132.79
经营现金流动负债比（%）	8.49	9.57	-1.65
现金短期债务比（倍）	0.37	0.73	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	0.51	0.39	0.37
全部债务/EBITDA（倍）	52.50	63.70	54.93

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3. 本报告已将长期应款带息债务纳入长期债务核算；3. 安吉产投资本化利息采用存货中当期资本化金额

资料来源：安吉产投审计报告、联合资信整理

附件 5　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 6-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3　主体公开信用评级信用等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级是指根据公开信息或有关方面提供的信息进行的信用评级，也称主动评级。联合资信主体公开信用评级信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAApi、AApi、Api、BBBpi、BBpi、Bpi、CCCpi、CCpi、Cpi。除AAApi级，CCCpi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。详见下表：

级别设置	含义
AAApi	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
AApi	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
Api	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
BBBpi	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
BBpi	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
Bpi	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
CCCpi	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
CCpi	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
Cpi	不能偿还债务

附件 6-4　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。