安吉县交通投资发展集团有限公司2025年面向专业投资者公开发行企业债券（第一期）信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕1949 号

联合资信评估股份有限公司通过对安吉县交通投资发展集团有限公司及其拟发行的 2025 年面向专业投资者公开发行企业债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定安吉县交通投资发展集团有限公司主体长期信用等级为 AA，安吉县交通投资发展集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行企业债券（第一期）信用等级为 AAA，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：

二〇二五年四月三日

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

声　明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。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。

二、本报告系联合资信接受安吉县交通投资发展集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。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信用征信股份有限公司（以下简称“联合征信”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合征信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，因此该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。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次信用评级结果仅适用于本次债项，有效期为本次债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明各款

安吉县交通投资发展集团有限公司2025年面向专业投资者公开发行企业债券（第一期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA/稳定	AAA/稳定	2025/04/03

债项概况

本次债项发行规模不超过10.00亿元（含），期限为7年；本次债项按年付息，在债券存续期的第3至第7年末，每年按照债券发行总额20.00%的比例偿还本金；本次债项由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保；本次债项发行后，拟将其中6.50亿元用于安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目（以下简称“募投项目”），不超过3.50亿元用于补充公司营运资金。

评级观点

公司是湖州市安吉县重要的交通基础设施建设、道路养护施工和运输服务主体，承接安吉县内部分省级道路及县级道路的建设任务，并开展长途客运、公交运营和道路养护工程施工等业务，具有区域专营优势。安吉县形成了竹业、茶业和椅业三大特色产业，经济总量持续增长，税收收入占比高，财政自给能力尚可。公司建立了相对完善的法人治理结构，内部管理体系较为健全。公司形成了以委托代建、商品销售、运输服务和道路养护为主，物业保安服务、培训和设计等业务为辅的多元化发展格局。其中，委托代建业务结算滞后，在建项目尚需投资规模较大；道路养护业务整体回款情况较好；公司开展长途客运、公交运营等运输服务业务，收入有所增长；商品销售收入及结构波动较大，2023年收入受股权划转影响大幅下降。公司资产规模持续增长，应收类款项、存货和无形资产规模较大，资产流动性较弱，资产质量一般；所有者权益稳定性较强；债务规模持续增长，整体债务负担适中；盈利指标表现尚可；短期偿债指标显著下滑，存在一定的短期偿债压力，长期偿债指标表现较弱；对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

本次债项的发行对公司债务规模及结构有一定影响。根据预测，本次债项募投项目累计净收益可以覆盖本次债项用于募投项目部分资金的本息，但募投项目未来收益实现存在一定的不确定性。

中合中小担保为本次债项提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）评定，中合中小担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的担保有效提升了本次债项本息偿付的安全性。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金及资产注入、股权划转和政府补助等方面持续获得较大的外部支持。

评级展望

未来，随着安吉县交通基础设施建设逐步推进，公司委托代建业务、道路养护和运输服务有序开展，公司业务有望稳步发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：区域经济和财政实力出现明显提升；公司获得大量优质资产注入，资金支持明显，政府支持程度增强；公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产或股权划转，核心资产划出，职能定位下降。

优势

- **外部发展环境良好。**安吉县形成了竹业、茶业和椅业三大特色产业，经济持续增长，税收收入占比高，财政自给能力尚可，公司外部发展环境良好。
- **业务具有区域专营优势。**公司作为安吉县重要的交通基础设施建设主体，承接安吉县内部分省级道路及县级道路的建设任务。同时，公司是安吉县道路养护施工和运输服务主体，开展长途客运、公交运营和道路养护工程施工业务，具有区域专营优势。
- **持续获得较大的外部支持。**2021－2023年及2024年1－9月，公司共收到实缴资本金3.29亿元，收到无偿划拨的砂石开采特许经营权、土地使用权、阳光大厦资产和石料资源经营权合计63.40亿元，收到无偿划转股权合计0.22亿元，收到政府补助合计5.46亿元，持续在资金及资产注入、股权划转和政府补助等方面获得较大的外部支持。

- **增信措施有效提升债券偿付安全性。**中合中小担保为本次债项提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本次债项本息偿付的安全性。

关注

- **资产流动性较弱，存在一定的资金支出压力。**公司资产中应收类款项、存货和无形资产规模较大，资产流动性较弱。公司存货主要为已投资尚未结算的委托代建项目，结算滞后；主要在建交通基础设施建设项目计划总投资 126.03 亿元，已投资 107.31 亿元，尚需投资规模较大。
- **短期偿债指标显著下滑，存在一定的短期偿债压力。**2021－2023 年末及 2024 年 9 月末，公司全部债务规模持续增长，短期偿债指标显著下滑。截至 2024 年 9 月末，公司短期债务规模 31.14 亿元，剔除受限货币资金后的现金短期债务比为 0.49 倍，公司存在一定的短期偿债压力。
- **募投项目收益实现存在不确定性。**募投项目投资规模大，开工时间有所延迟，募投项目实际收益情况存在一定的不确定性。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		4
指示评级				**a⁻**
个体调整因素：无				--
个体信用等级				**a⁻**
外部支持调整因素：政府支持				+4
评级结果				**AA**

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。
外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

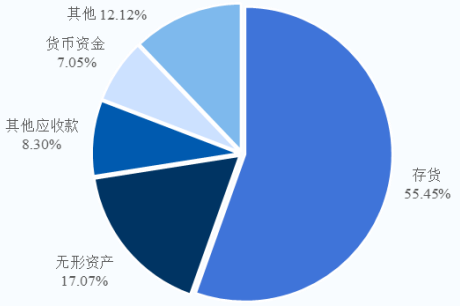
主要财务数据

合并口径				
项　目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
现金类资产（亿元）	15.93	24.94	23.30	15.47
资产总额（亿元）	239.12	284.69	322.38	341.26
所有者权益（亿元）	114.61	117.28	123.28	137.08
短期债务（亿元）	16.20	22.12	53.13	31.14
长期债务（亿元）	66.07	89.01	70.45	95.32
全部债务（亿元）	82.26	111.13	123.59	126.46
营业总收入（亿元）	13.34	16.38	10.98	8.49
利润总额（亿元）	1.94	2.36	1.34	0.49
EBITDA（亿元）	3.82	4.60	3.35	--
经营性净现金流（亿元）	0.08	0.10	0.22	-1.56
营业利润率（%）	16.17	23.50	30.81	31.28
净资产收益率（%）	1.58	2.05	0.85	--
资产负债率（%）	52.07	58.80	61.76	59.83
全部债务资本化比率（%）	41.79	48.65	50.06	47.98
流动比率（%）	313.95	308.36	202.04	250.36
经营现金流动负债比（%）	0.15	0.16	0.19	--
现金短期债务比（倍）	0.98	1.13	0.44	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	0.93	0.86	0.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.53	24.14	36.85	--

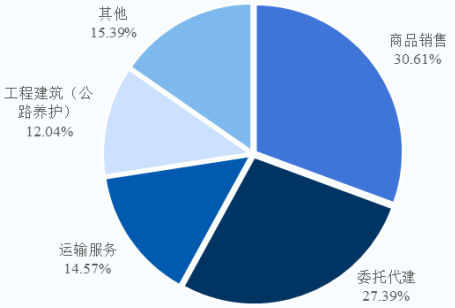
公司本部口径				
项　目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
资产总额（亿元）	192.50	253.08	299.33	305.73
所有者权益（亿元）	112.63	118.67	123.71	134.78
全部债务（亿元）	62.32	84.64	93.75	95.42
营业总收入（亿元）	3.22	4.83	4.38	3.74
利润总额（亿元）	1.92	2.53	1.64	1.18
资产负债率（%）	41.49	53.11	58.67	55.92
全部债务资本化比率（%）	35.62	41.63	43.11	41.45
流动比率（%）	407.11	262.48	167.25	221.49
经营现金流动负债比（%）	-31.13	-16.02	-1.57	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告已将长期应付款科目中的有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2024 年前三季度财务报表未经审计，相关指标未年化
资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

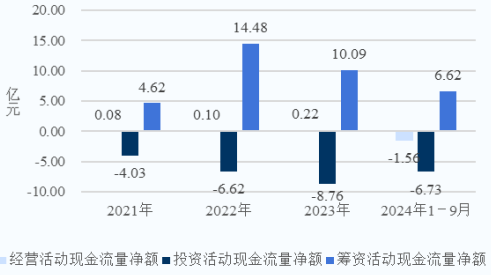
2023 年末公司资产构成



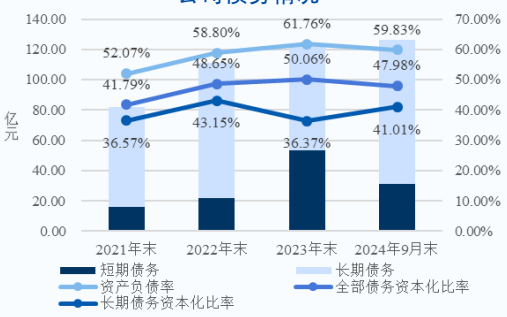
2023 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



同业比较（截至 2023 年末/2023 年）

主要指标	信用等级	所属区域	GDP（亿元）	一般公共预算收入（亿元）	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业总收入（亿元）	利润总额（亿元）	资产负债率（%）	全部债务资本化比率（%）	全部债务/EBITDA（倍）	EBITDA利息倍数（倍）
公司	AA	湖州市安吉县	615.12	65.11	322.38	123.28	10.98	1.34	61.76	50.06	36.85	0.40
湖州新投	AA	湖州市吴兴区	924.9	66.56	657.68	247.69	23.28	4.70	62.34	56.75	22.33	0.67
市中城建	AA	济宁市任城区	628	73.03	328.90	164.99	19.28	1.32	49.83	47.26	51.84	0.29
环太湖投资	AA	湖州市长兴县	893.98	87.22	289.21	116.28	4.56	1.84	59.79	57.89	57.56	0.81

注：湖州新型城市投资发展集团有限公司简称为湖州新投，济宁市市中区城建投资有限公司简称为市中城建，浙江长兴环太湖经济投资开发有限公司简称为环太湖投资
资料来源：联合资信根据公开资料及公司提供资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA/稳定	2024/06/26	王昀千 韩锦彪	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AA/稳定	2021/08/02	崔莹 倪昕	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：评级方法/模型、历史评级项目的评级报告可通过链接查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王昀千 wangyq@lhratings.com

项目组成员：韩锦彪 hanjb@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）

一、主体概况

安吉县交通投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）于 2011 年由安吉县交通运输局、浙江省安吉县公路管理段和浙江省安吉县公路运输管理所分别出资 1.52 亿元、0.32 亿元和 0.16 亿元设立，公司初始注册资本 2.00 亿元。2019 年 11 月，安吉县财政局下发《安吉县财政局关于成立安吉县交通投资发展集团有限公司及下属企业设立和变更的函》，公司股东变更为安吉县财政局，注册资本增至 10.00 亿元。2020 年 4 月，安吉县财政局将公司 100.00%股权划转至浙江安吉两山国有控股集团有限公司（以下简称“两山国控”）。2023 年 6 月，浙江安吉交通控股集团有限公司（公司原子公司，以下简称“安吉交控”）100.00%股权划转至两山国控，同时两山国控将公司 100.00%股权划转至安吉交控。截至 2024 年 9 月末，公司注册资本 50.00 亿元，实收资本 10.00 亿元[1]，唯一股东为安吉交控，实际控制人为安吉县财政局。

公司是安吉县重要的交通基础设施建设、道路养护施工和运输服务主体，同时开展商品销售、培训、设计等业务。

截至 2024 年 9 月末，公司本部设财务管理部、企业发展部、监察审计部和项目管理部等职能部门。同期末，公司纳入合并范围内的一级子公司共 10 家。

截至 2023 年末，公司资产总额 322.38 亿元，所有者权益 123.28 亿元（含少数股东权益 1.38 亿元）。2023 年，公司实现营业总收入 10.98 亿元，利润总额 1.34 亿元。

截至 2024 年 9 月末，公司资产总额 341.26 亿元，所有者权益 137.08 亿元（含少数股东权益 5.88 亿元）。2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 8.49 亿元，利润总额 0.49 亿元。

公司注册地址：浙江省湖州市安吉县昌硕街道拥军路 101 号 1 幢 2 楼、3 楼；法定代表人：郭兴华。

二、本次债项及募投项目概况

1 本次债项概况

公司于 2023 年 7 月 17 日获中国证券监督管理委员会出具的《中国证监会关于安吉县交通投资发展集团有限公司发行公司债券注册的通知》（证监许可〔2023〕1557 号），获批注册规模为不超过 15.00 亿元（其中品种一 5.00 亿元，品种二 10.00 亿元）的公司债券。公司已于 2024 年 2 月发行安吉县交通投资发展集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行企业债券（第一期），发行规模 5.00 亿元。公司本次拟申报发行的安吉县交通投资发展集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行企业债券（第一期）（以下简称“本次债项”）发行规模不超过 10.00 亿元（含），期限为 7 年。本次债项按年付息，在债券存续期的第 3 至第 7 年末，每年按照债券发行总额 20.00%的比例偿还本金。本次债项由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2 本次债项募投项目概况

本次债项发行规模不超过 10.00 亿元（含），拟将其中 6.50 亿元用于安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目（以下简称“募投项目”），不超过 3.50 亿元用于补充公司营运资金。

图表 1 • 本次债项募投项目资金使用情况（单位：亿元）

募集资金投向	项目总投资额	拟使用募集资金	拟使用募集资金占项目总投资的比例（%）
募投项目	15.98	6.50	40.67
补充营运资金	--	3.50	--
合计	**--**	**10.00**	**--**

资料来源：公司提供

募投项目位于湖州市安吉县内天子湖镇张芝村境内，原为石矿开采点，主要由天子湖片区丝毛山石矿（以下简称“丝毛山石矿”）及其西北部的高禹石矿构成。其中，丝毛山石矿为玄武岩开采点，出让的采矿权资源量于 2016 年完成开采后未获续批，该矿已停产至今；高禹石矿为石灰岩开采点，石灰岩开采量已经接近完成，形成一个较大坑洞。

[1] 根据公司章程，注册资金将于 2060 年 10 月 25 日前缴足。

根据《浙江省自然资源厅关于进一步做好矿地综合开发利用项目采矿权设置有关工作的通知》（浙自然资〔2019〕25 号）文件精神，拟将天子湖片区丝毛山石矿及周边区块（含安吉南方水泥有限公司高禹石矿）打包成一个矿地综合开发利用项目，由公司对整个区块资源进行综合开发利用，将场地平整后进行修复利用。募投项目主要工程建设内容包括矿坑修复工程及建筑工程，其中矿坑修复主要系将原有坑洞回填及矿区复垦绿化，建筑工程主要系在修复土地基础上进行智能装备制造产业区、工矿文化展示区和矿坑旅游休闲区开发建设。

根据浙江中磊工程咨询有限公司编制的《安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），募投项目计划总投资为 15.98 亿元，其中建设投资 14.98 亿元，建设期利息 1.00 亿元；资金来源为债券募集资金 10.00 亿元、公司自筹 5.98 亿元；拟定建设期 2 年（原定 2022 年 12 月－2024 年 12 月），已于 2024 年 12 月开工，计划于 2026 年 12 月完工。截至 2025 年 2 月 18 日，募投项目已投资 1.64 亿元。

本次债项募投项目获得的具体批复文件如下表所示。

图表 2 • 本次债项募投项目审批文件情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间
浙江省企业投资项目备案（赋码）	2020-330523-48-03-166024	安吉县发展和改革局	2020/09/16
关于安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目环境影响报告表的批复	安环预审〔2020〕5 号	湖州市生态环境局安吉分局	2020/10/22
安吉县固定资产投资项目节能承诺备案表	--	安吉县发展和改革局	2020/10/23
关于安吉县交通投资发展集团有限公司安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目节能登记的备案意见	安发改能〔2020〕76 号	安吉县发展和改革局	2020/10/27
关于安吉县交通投资发展集团有限公司安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用的说明	安发改〔2020〕114 号	安吉县发展和改革局	2020/10/27
关于安吉县天子湖片区工矿文化展示区和矿坑旅游休闲区门票价格的批复	安发改价〔2020〕14 号	安吉县发展和改革局	2020/10/28
关于安吉县交通投资发展集团有限公司安吉县天子湖片区矿坑旅游休闲区停车场收费标准的批复	安发改价〔2020〕15 号	安吉县发展和改革局	2020/10/28
关于同意《安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目社会稳定风险评估》的批复	--	中共安吉县政法委员会	2020/11/11
安吉县自然资源和规划局关于安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目用地的预审意见	安自然资规初字〔2020〕16 号	安吉县自然资源和规划局	2020/12/14
安吉县自然资源和规划局关于安吉县天子湖片区废弃矿山修复综合利用建设项目用地预审意见的延期说明	--	安吉县自然资源和规划局	2022/08/18
不动产权证书	浙（2024）安吉县不动产权第 0015385 号	安吉县自然资源和规划局	2024/11/05
建设用地规划许可证	地字第 3305232024YG0178446 号	安吉县人民政府	2024/12/10
建设工程规划许可证	建字第 3305232024GG0287420 号	安吉县自然资源和规划局	2024/12/11
建筑工程施工许可证	330523202412190101	安吉县住房和城乡建设局	2024/12/19

资料来源：公司提供

根据可研报告，募投项目一方面通过废弃矿山绿色修复和特色景观开发，培育生态休闲旅游业；另一方面利用废弃矿山复垦拓展用地，建设绿色智能制造产业基地，能够实现环境治理和经济发展的协同，有良好的社会效益。经济效益方面，募投项目完工后可获取厂房出售、出租收入、景区收入、停车费收入、尾矿产生的岩石销售收入等，计算期 14 年（建设期 2 年，运营期 12 年）内收入合计为 32.95 亿元，项目财务内部收益率（税后）为 8.17%，静态投资回收期（税后）为 8.35 年（含建设期 2 年）。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0%左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年年报）》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

安吉县旅游业蓬勃发展，生态环境优良，已形成竹业、茶业和椅业三大特色产业。安吉县经济总量持续增长，固定资产投资是拉动安吉县经济增长的重要引擎；税收收入占比高，财政自给能力尚可，政府债务余额相对稳定。整体看，公司外部发展环境良好。

安吉县为浙江省湖州市下辖县，位于长三角腹地、浙江省西北部，已纳入杭州市和湖州市 1 小时交通圈。安吉县县域面积 1886 平方公里，下辖 8 个镇、3 个乡、4 个街道，创建了 1 个国家级农业科技园区、1 个国家级旅游度假区、1 个省级经济开发区和 1 个省级旅游度假区。安吉县旅游业蓬勃发展，连续五年获评全国县域旅游综合实力百强县榜首；生态环境优良，植被覆盖率、森林覆盖率常年保持在 70%以上，植被资源丰富，竹林面积达 100 万亩，是全国首个生态县和联合国人居奖首个获得县。产业方面，安吉县构建了包括生态旅居、绿色家居两大优势产业以及生命健康、电子信息、装备制造、新材料、新经济等五大新兴产业的现代产业体系，竹业、茶业和椅业构成安吉县的三大特色产业。截至 2024 年末，安吉县常住人口 60.4 万人，城镇化率为 62.7%。

2022－2024 年，安吉县 GDP 持续增长，GDP 规模在湖州市下辖区县中排名靠后，产业结构以二、三产业为主。2024 年，安吉县固定资产投资和社会消费品零售总额保持增长，进出口总额继续下降；固定资产投资是拉动安吉县经济增长的重要引擎。

图表 3 • 安吉县主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
GDP（亿元）	582.37	615.12	675.57
GDP 增速（%）	0.9	5.1	6.5
产业结构	5.2:46.8:48.0	5.3:43.9:50.8	5.0:46.4:48.6
固定资产投资（亿元）	244.88	300.23	/
固定资产投资增速（%）	7.6	22.6	9.6
社会消费品零售总额增速（%）	1.7	8.2	5.8
进出口总额增速（%）	-6.9	-9.7	-1.7

注：“/”表示相关数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2022－2024 年，安吉县一般公共预算收入有所波动，税收收入占比维持高位，收入质量好，财政自给能力持续提升。同期，安吉县政府性基金收入受土地市场行情影响大幅波动。2022－2024 年末，安吉县政府债务余额变化不大。

图表 4 • 安吉县主要财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	62.48	65.11	62.51
一般公共预算收入增速（%）	-5.1	4.2	-4.0
税收收入（亿元）	57.07	59.20	53.39
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	91.34	90.92	85.42
一般公共预算支出（亿元）	94.19	93.72	84.87
财政自给率（%）	66.34	69.47	73.65
政府性基金收入（亿元）	89.54	128.18	57.54
地方政府债务余额（亿元）	222.83	218.61	223.51

注：财政自给率=（一般公共预算收入/一般公共预算支出）*100%
资料来源：联合资信根据公开资料整理

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司是安吉县重要的交通基础设施建设、道路养护施工和运输服务主体，业务具有区域专营优势。

公司作为安吉县重要的交通基础设施建设主体，承接安吉县内部分省级道路及县级道路的建设任务。安吉县主要基础设施建设主体包括两山国控及其子公司、浙江安吉国控建设发展集团有限公司（以下简称“安吉国控”）及其子公司、浙江安吉建设控股集团有限公司（以下简称“安吉建控”）及其子公司、浙江安吉农投高新集团有限公司（以下简称“安吉农投”）及其子公司。

除公司外，两山国控子公司中安吉县产业投资发展集团有限公司（以下简称“安吉产投”）主要负责安吉县灵峰街道、灵峰旅游度假区的基础设施建设和部分乡镇乡村振兴建设等业务；浙江安吉城市运营管理集团有限公司（两山国控全资子公司，以下简称“安吉城运”）下属子公司安吉县城市建设投资集团有限公司（以下简称“安吉城投”）主要负责安吉县以昌硕街道为主的主城区范围内的城市基础设施建设及土地开发整理和部分安置房建设等业务；安吉交控主要负责统筹管理交通基础设施建设和交通延伸产业。安吉国控及其子公司主要负责浙江省安吉经济开发区范围内的基础设施建设和国有资产运营以及安吉县旅游开发等业务。安吉建控及其子公司主要负责安吉县天子湖镇、梅溪镇和两山未来科技城范围内的基础设施建设和相关的土地开发整理等业务。安吉农投及其子公司主要负责安吉国家农业高新技术产业示范区的基础设施建设运营、安吉县乡村振兴建设以及农产业经营业务。公司与安吉县其他基础设施建设主体业务重叠性较小。

同时，公司作为安吉县重要的运输服务主体，长途客运和公交运营业务具有区域专营优势。此外，子公司安吉县交通建设工程有限公司（以下简称“交通工程公司”）负责安吉县道路养护工程施工业务，具有专营优势。

图表 5 • 安吉县主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司简称	控股股东	2023 年（末）				
		资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率（%）
两山国控	安吉县财政局	1499.40	567.07	50.26	2.67	62.18
安吉建控		662.49	312.50	10.54	1.64	52.83
安吉国控	浙江国创控股集团有限公司	663.24	258.67	16.30	2.68	61.00
安吉产投	两山国控	437.72	141.70	9.78	2.47	67.63
公司	**安吉交控**	**322.38**	**123.28**	**10.98**	**1.34**	**61.76**
安吉城投	安吉城运	471.52	155.30	22.57	1.33	67.06

注：1. 浙江国创控股集团有限公司控股股东为安吉县财政局；2. 安吉农投数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 人员素质

公司主要高级管理人员具有政府任职经历和丰富的管理经验，员工素质能够满足公司日常经营管理需要。

截至 2024 年末，公司拥有董事 7 人、监事 5 人、高级管理人员 3 人，其中高级管理人员包括总经理 1 人、副总经理 2 人。

郭兴华先生，1985 年 11 月生，大学学历；曾任安吉县委组织部部务会议成员、干部一科科长，安吉县委组织部部务会议成员、干部一科科长、县委党校副校长，安吉县委组织部副部长、县纪委委员，安吉县委组织部副部长、县委人才办常务副主任、县纪委委员；自 2024 年 10 月起任公司党委书记、董事长。

郭峰先生，1987 年生，研究生学历；曾任安吉县水利局水土保持监督管理站技术员、副站长，安吉县水利局团委书记，安吉县水利局组宣人事科科长、团委书记，安吉县供销联社党委委员，安吉县现代农业科技投资发展有限公司副总经理，安吉县山川乡党委委员，安吉农投党委副书记；自 2024 年 3 月起任公司党委副书记、总经理、副董事长。

截至 2024 年末，公司合并口径在职员工共 1118 人。按照年龄划分，30 岁及以下员工 142 人，31 至 50 岁员工 529 人，51 岁及以上员工 447 人；按照教育程度划分，研究生及以上学历员工 11 人，本科学历员工 142 人，大专及以下学历员工 965 人。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好，联合资信未发现公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91330523585010844 6），截至 2025 年 1 月 14 日，公司本部无未结清或已结清不良及关注类信贷信息记录，过往履约情况良好。

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，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 4 月 2 日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了相对完善的法人治理结构。

公司不设股东会，由安吉交控行使股东会职权。

公司设董事会，成员 7 人，其中非职工代表董事 6 人，由股东委派；职工代表董事 1 人，由公司职工代表大会民主选举产生。董事会设董事长 1 人，由股东从董事会成员中指定；设副董事长 1 人，由董事会选举产生。董事会行使决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案和决算方案、执行股东的决定等职权。

公司设监事会，成员 5 人，其中非职工代表 3 人，由股东委派；职工代表 2 人，由公司职工大会民主选举产生。监事会设主席 1 人，由监事会选举产生。监事每届任期 3 年，任期届满连选可以连任。监事会行使检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，行使主持公司生产经营管理工作、组织实施董事会决议等职权。

截至 2024 年末，公司董事、监事及高级管理人员已全部到位。

2 管理水平

公司建立了较为健全的内部管理体系。

公司在财务管理、公路工程基建管理、投资管理、融资管理和对外担保管理等方面制定了一系列内控管理制度，对子公司管理在上述管理制度中均有体现，未单独制定子公司管理制度。

财务管理制度从公司财务管理体制、机构设置、岗位职责、会计报表、会计档案管理等方面进行规定，明确公司财务在总经理的领导下，负责公司日常财务活动的计划和组织等。财务管理部负责公司及下属子公司的会计集中核算、财务规划、财务预决算、财务经济审计和税收管理等工作。

公路工程基建管理方面，项目管理部负责公司工程建设项目建设流程，包括项目施工合同签定、建设过程的管理（含合同、进度、质量、变更、安全等）、交（竣）工验收、决算审计、资料整理归档等。公司下属子公司的工程建设项目投资额在 400 万元（不

含）以下的，须在项目开工前由项目业主上报公司项目管理部进行备案登记。项目管理部严格按设计图纸监督施工，关键及隐蔽部位须经监理、业主单位验收签字后方可进行下一步施工。

投资管理方面，公司董事会（或党政联席会议）是公司股权投资和重大项目投资的决策机构，审议公司及其各级子公司股权投资方案和处置、融资等事项。企业发展部是公司股权投资管理部门，负责办理报批手续，监督和指导各级子公司履行股权投资程序。公司股权投资方案需经公司董事会（或党政联席会议）通过并履行相关报批手续。投资由公司本部统一管理，未经公司本部批准或授权，各级子公司不得进行股权投资。

融资管理方面，债务性融资需根据公司自身情况，拟定年度融资规模，经公司董事会（或党政联席会议）决议后，报备安吉县财政局。安吉县财政局审核下达公司的年度融资计划，公司根据计划执行。

对外担保方面，对外担保由公司本部统一管理，未经批准不得对外提供担保。公司严控对外担保数量和程序，被担保方须为安吉县国有企业，须出具安吉县财政局下发的《安吉县国有企业统筹担保协调单》，担保事项须经公司董事会（或党政联席会议）审核同意。

七、经营分析

1 经营概况

公司主营业务主要包括委托代建、商品销售、运输服务和道路养护，2021－2023 年营业总收入波动下降，综合毛利率持续提升。

2021－2023 年，公司营业总收入波动下降，综合毛利率持续提升。2023 年，受股权划转影响，公司原由安吉交控负责的猪肉销售、混凝土销售和部分砂石销售等业务被划出合并范围，公司营业总收入较上年大幅下降。公司其他业务包括物业保安服务、培训和设计等多项业务，对公司收入及利润形成一定补充。

2024 年 1－9 月，公司实现营业总收入 8.49 亿元，较上年同期增长 31.32%，主要系商品销售和道路养护收入增长所致；综合毛利率为 31.95%，较上年同期（28.82%）变化不大。

图表 6 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1－9 月		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
委托代建	2.96	22.18	37.32	2.21	13.50	46.41	3.01	27.39	61.71	1.49	17.49	100.00
商品销售	4.74	35.51	3.88	7.58	46.28	18.58	3.36	30.61	10.84	3.78	44.52	11.84
运输服务	1.51	11.29	13.98	1.24	7.56	10.54	1.60	14.57	37.95	0.74	8.73	2.20
工程建筑（道路养护）	3.29	24.67	13.25	3.07	18.76	15.09	1.32	12.04	19.96	1.32	15.51	21.37
其他业务	0.85	6.34	35.15	2.28	13.90	38.78	1.69	15.39	23.83	1.17	13.74	41.31
合计	**13.34**	**100.00**	**16.73**	**16.38**	**100.00**	**23.88**	**10.98**	**100.00**	**31.82**	**8.49**	**100.00**	**31.95**

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

（1）委托代建业务

公司委托代建业务结算滞后，形成大规模的资金沉淀；在建项目尚需投资规模较大，存在一定的资金支出压力。

公司作为安吉县重要的交通基础设施建设主体，承担安吉县内部分省级道路及县级道路的建设任务。资金来源方面，部分项目可获得浙江省交通厅补助 65%建安费，其余建设资金主要由公司自筹。协议签订方面，2018 年以前，公司未与安吉县人民政府签订代建协议。2018 年 3 月，公司与安吉县交通运输局签订《合作协议》，双方就安吉县域内交通基础设施项目建设、投资、管理等问题达成协议；对于公司代建的存量道路基础设施项目，安吉县交通运输局将按已形成投资额加建设管理成本向公司支付管理费用，费率不低于 6%；对于新建道路项目，安吉县交通运输局按单个项目分别与公司签订委托代建协议，并按项目总投资的 5%~8%向公司支付管理费用。2019 年 12 月，公司与安吉新农村建设有限公司（唯一股东为安吉县财政局，以下简称“新农村建设”）签

订《基础设施建设委托框架协议》，由新农村建设委托公司及子公司进行安吉县内基础设施建设业务；新农村建设在代建项目整体或标段完工结算并验收后向公司出具工程项目移交确认单，并按照项目实际投资额加成15%支付代建费用。

2021－2023年，公司委托代建业务分别确认收入2.96亿元、2.21亿元和3.01亿元，分别实现回款4.55亿元、2.21亿元和3.01亿元。2024年1－9月，公司确认委托代建收入1.49亿元。2021－2023年及2024年1－9月，公司委托代建业务毛利率持续上升，主要系采用净额法确认收入的结算项目占比提升所致。截至2024年9月末，公司存货主要为已投资尚未结算的委托代建项目，规模较大，公司整体项目结算滞后。

截至2024年9月末，公司主要在建交通基础设施建设项目计划总投资126.03亿元，已投资107.31亿元，尚需投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。同期末，公司无拟建交通基础设施建设项目。

图表7 • 截至2024年9月末公司主要在建交通基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期（年）	计划总投资	已投资
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	24.42
安吉全域旅游游运一体化提升工程	2021－2025	20.53	21.61
交投公路提升改建工程	2021－2025	20.44	21.48
苕溪清水入湖河道整治工程	2015－2024	17.45	17.12
安吉县城区周边水系综合提升及开发利用工程	2022－2025	14.37	11.29
山川乡、溪龙乡、鄣吴镇5G智慧停车项目	2022－2025	5.96	5.41
安吉县新能源电动汽车体验馆及充电设施网络建设项目	2020－2026	7.66	5.11
笔架山产业园区垅顺至马村段工程	2023－2026	1.28	0.74
水杭线改建工程	2023－2026	6.00	0.10
洞头公路上堡至净土	2023－2026	7.60	0.02
合计	--	**126.03**	**107.31**

注：1. 部分项目因建设进度不及预期，建设周期有所延长；2. 部分项目已投资金额超过计划总投资，主要系建设内容增加、原材料及人力成本上涨所致
资料来源：公司提供

（2）道路养护业务

公司道路养护业务在安吉县具有区域专营优势，整体回款情况较好。

公司道路养护业务主要由子公司交通工程公司负责运营。交通工程公司具有公路工程施工总承包二级证书、公路养护工程施工从业资质证书二类（甲级）和公路养护工程施工从业资质证书二类（乙级）资质，承接各类道路建设、养护工程。交通工程公司养护项目原按照市场化模式开展，主要通过公开招投标方式获取安吉县内养护、危桥改造、绿化、安全设施建设等项目。收入确认方面，交通工程公司根据施工合同按进度确认收入。

安吉县宇通公路养护工程有限公司（已于2024年1月注销，以下简称“宇通公路”）曾负责安吉县县道以上公路养护工程施工。根据《安吉县政府投资建设项目交易方式联席会议纪要》，安吉县县道以上公路养护工程施工直接委托宇通公路实施，养护项目工程造价由安吉县财政局最终审核后下浮10%作为工程结算依据，委托期限为2014－2016年。根据安吉县人民政府专题会议纪要〔2017〕71号，宇通公路实施的县道及以上公路养护工程施工委托期限延长至2019年12月31日。2020－2023年，安吉县县道以上公路养护工程施工仍由宇通公路承接，但相关政府文件尚未下达。2024年1月，交通工程公司吸收合并宇通公路，宇通公路资产、债务、人员等均由交通工程公司接收并管理，道路养护业务全部转移至交通工程公司。

2021－2023年及2024年1－9月，交通工程公司和宇通公路负责的道路养护项目主要包括安吉绿色低碳综合供能链建设项目一期-鞍山站项目-道路建设、西南片区农村公路提升工程、霞大线（山川至大里段）改建工程、农村公路大中修等，数量较多；除西南片区农村公路提升工程和安吉县交旅融合共同富裕示范项目外，单个合同规模不大。公司道路养护项目建设周期一般较短，截至2024年9月末主要在建项目4个，合同金额合计1.93亿元，已投资合计0.43亿元。2021－2023年，公司道路养护收入持续下降，主要系结算规模减少所致；毛利率持续上升，主要系结算项目毛利率较高所致。回款方面，公司道路养护业务按照合同约定进行回款；2021－2023年，公司道路养护业务确认收入部分均已回款，整体回款情况较好。

（3）运输服务

公司是安吉县重要的运输服务主体，开展长途客运、公交运营等业务，2023年运输服务收入有所增长，毛利率大幅提升。

公司运输服务业务包括长途客运、公交运营、出租车运营和校车管理等。2021－2023 年，公司运输服务收入及毛利率均波动增长。2023 年，受交通运输行业景气度提升及毛利率较高的长途客运收入占比提升影响，公司运输服务收入较上年有所增长，毛利率较上年大幅提升。2024 年 1－9 月，公司实现运输服务收入 0.74 亿元，毛利率低主要系补贴收入一般于年末收到所致。

图表 8 • 公司运输服务收入明细（单位：万元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1－9 月
长途客运	4846.83	3011.36	5551.67	2584.51
公交运营	5802.00	7268.01	8909.14	2540.70
出租车业务	169.31	203.53	255.91	855.35
新能源汽车租赁	2856.35	--	--	
校车管理	1395.02	1900.32	1291.24	1434.36
合计	**15069.51**	**12383.21**	**16007.95**	**7414.91**

注：2022 年起公司新能源汽车租赁收入分类至其他业务收入中统计
资料来源：公司提供

公司长途客运业务由子公司浙江安吉长运汽车运输有限公司负责，主要经营线路为安吉县至安徽、江苏、上海以及本省各地；公交运营业务由子公司安吉县公共交通服务有限公司负责，主要进行安吉县内城乡公交运营。2023 年，受客运量恢复及运输服务补贴增加等因素共同影响，公司长途客运收入和公交运营收入较上年均有所增长。2021－2023 年，公司出租车业务收入持续增长，校车管理收入波动下降，整体规模不大。2024 年 1－9 月，公司公交运营收入较低主要系补贴收入一般于年末收到所致；出租车业务收入较上年全年大幅增长，主要系公司新增定点客运模式所致。

图表 9 • 公司长途客运业务情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
客运班线（条）	25	19	15
客运车辆（辆）	83	70	100
客运量（万人次）	45.88	16.15	18.15

资料来源：公司提供

图表 10 • 公司公交运营业务情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
公交线路（条）	97	105	104
车辆数（辆）	259	289	267
客运量（万人次）	1052	730	750
行驶里程（万公里）	1286	1600	1561

资料来源：公司提供

（4）商品销售业务

公司商品销售收入及结构波动较大，其中 2023 年受股权划转影响，收入大幅下降。

公司猪肉销售、混凝土销售和部分砂石销售业务原由原子公司安吉交控负责。2022 年，公司商品销售收入较上年有所增长，毛利率较上年大幅提升，主要系毛利率较高的砂石销售和建材混凝土销售业务收入大幅增长所致。2023 年，公司股权划转至安吉交控，商品销售收入较上年大幅下降。同期，由于毛利率较高的混凝土销售和部分砂石销售业务被划出合并范围，公司商品销售业务毛利率较上年有所下降。2024 年 1－9 月，公司新增螺纹钢销售收入。

图表 11 • 公司商品销售收入明细（单位：万元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1－9 月
成品油销售	9479.21	15568.91	16694.24	15037.19
砂石销售	6617.29	13799.73	3752.21	3407.91
汽车销售	3727.60	4624.89	3971.78	1586.60
猪肉销售	24688.81	28704.05	--	--

建材混凝土销售	2876.11	13096.87	9203.05	--
螺纹钢销售	--	--	--	17774.91
合计	**47389.02**	**75794.45**	**33621.28**	**37806.61**

资料来源：公司提供

截至 2024 年 9 月末，公司拥有加油站 9 家，其中孝丰缸窑岭加油站、老车加油站和长运加油站由公司控股及运营。此外，公司 2017 年以土地出资方式与中国石化销售有限公司合作建立了交石加油站，双方各持股 50%，交石加油站于 2018 年开始运营，未纳入公司合并范围；公司与浙江省石油股份有限公司合资成立安吉县浙石油综合能源销售有限公司（以下简称“浙石油销售公司”），公司持股 49.00%并将其纳入合并范围，浙石油销售公司下属加油站 3 家，已投入运营；钱坑桥加油站和赵家上加油站系公司与浙江石油化工有限公司（以下简称“浙石化”）合作成立，公司出资比例为 60.00%并将其纳入合并范围，2021 年钱坑桥加油站完工并由浙石化运营，2022 年赵家上加油站完工并由公司运营。2021－2023 年，公司成品油销售收入持续增长。

公司砂石销售业务系将修建道路中开凿山体、涵洞等产生的石料作为建筑材料或石材对外销售。2023 年，受股权划转影响，公司砂石销售收入较上年大幅下降。

公司汽车销售业务由子公司安吉畅游汽车服务股份有限公司（以下简称“畅游汽车”）及其子公司负责。畅游汽车及其子公司从汽车厂购入新能源汽车，销售给安吉县民众，品牌主要包括知豆、哪吒、别克威朗等。2021－2023 年，公司汽车销售收入波动增长。

3 未来发展

公司未来将继续聚焦长途客运、公交、产业和交通投资四大板块，提升公司运营能力和盈利能力。

八、财务分析

公司提供了 2021－2023 年财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的 2024 年前三季度财务报表未经审计。

2021 年，公司新设 1 家子公司，无偿划入 23 家子公司（含安吉国发资产管理有限公司及其下属 19 家子公司），无偿划出 2 家子公司，注销 1 家子公司。2022 年，公司无偿划出 4 家子公司。2023 年，公司新增 1 家子公司，为同一控制下企业合并，无偿划出 9 家子公司（含安吉交控）。2024 年 1－9 月，公司新设 1 家子公司，无偿划出 7 家子公司（含安吉长运驾驶培训有限公司、安吉县保安服务有限公司、安吉长运加油站有限公司等子公司，划出主要系安吉交控搭建产业投资平台，对公司影响不大），注销 1 家子公司。截至 2024 年 9 月末，公司纳入合并范围内的一级子公司共 10 家。公司合并范围内划入或划出的子公司规模较大，财务数据可比性一般。

1 资产质量

公司资产规模持续增长，主要由应收类款项、以项目投入为主的存货和以特许经营权为主的无形资产构成，资产流动性较弱。公司整体资产质量一般。

2021－2023 年末，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主。

截至 2023 年末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限货币资金 249.85 万元，为农民工工资保证金和履约保证金；其他应收款主要为公司与安吉县其他国有企业及政府单位间的项目往来款，累计计提坏账准备 0.99 亿元，集中度较高；存货主要为项目投入形成的合同履约成本（178.64 亿元）；投资性房地产较上年末有所下降，主要系无偿划出土地使用权所致，公司投资性房地产由土地使用权（17.25 亿元）和房屋建筑物（1.52 亿元）构成；无形资产较上年末有所增长，主要系无偿划入 15.71 亿元石料资源经营权所致，该石料资源经营权以收益法评估入账。同期末，公司无形资产主要由砂石开采及石料资源特许经营权（47.02 亿元）和土地使用权（7.97 亿元）构成，其中砂石开采及石料资源特许经营权已产生收入，体现在商品销售-砂石销售收入中。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 9 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	**153.88**	**64.35**	**195.94**	**68.83**	**230.12**	**71.38**	**235.09**	**68.89**

货币资金	15.93	6.66	24.71	8.68	22.73	7.05	15.47	4.53
其他应收款	21.09	8.82	25.99	9.13	26.77	8.30	33.18	9.72
存货	115.33	48.23	142.81	50.16	178.75	55.45	185.30	54.30
非流动资产	**85.24**	**35.65**	**88.74**	**31.17**	**92.27**	**28.62**	**106.17**	**31.11**
投资性房地产	25.51	10.67	26.93	9.46	18.77	5.82	18.77	5.50
无形资产	40.28	16.84	40.75	14.31	55.04	17.07	69.45	20.35
资产总额	**239.12**	**100.00**	**284.69**	**100.00**	**322.38**	**100.00**	**341.26**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 13 • 截至 2023 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元）

单位名称	款项性质	账龄	余额	占账面余额比例（%）
浙江吉建投资管理有限公司	项目往来款	1 年以内、1~2 年、2~3 年	4.56	16.43
安吉县交通运输局	项目往来款	1~2 年、4~5 年	4.45	16.03
安吉赋新城乡发展有限公司	项目往来款	1 年以内、1~2 年	3.31	11.94
安吉国控	项目往来款	1 年以内	2.70	9.72
安吉县财政局	项目往来款	1~2 年	1.36	4.90
合计	--	--	**16.39**	**59.02**

注：浙江吉建投资管理有限公司为民营企业
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2024 年 9 月末，公司资产总额较上年末增长 5.85%，其中无形资产较上年末增长 26.17%，主要系收到无偿划入的石料资源经营权所致；资产结构较上年末变化不大。同期末，公司受限资产 15.73 亿元，受限比例为 4.61%，受限原因详见下表。

图表 14 • 截至 2024 年 9 月末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	0.09	0.03	保证金
固定资产	4.25	1.25	融资抵质押担保
无形资产	5.23	1.53	融资抵质押担保
投资性房地产	6.15	1.80	融资抵质押担保
合计	**15.73**	**4.61**	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益规模持续增长，实收资本和资本公积占比较高，所有者权益稳定性较强。

2021－2023 年末及 2024 年 9 月末，公司所有者权益分别为 114.61 亿元、117.28 亿元、123.28 亿元和 137.08 亿元，持续增长，增长原因详见下文“外部支持”部分。此外，2023 年公司无偿划出土地资产，减少资本公积 8.28 亿元；无偿划出子公司股权，减少资本公积 3.25 亿元；2024 年 1－9 月公司无偿划出子公司股权，减少资本公积 5.80 亿元。

截至 2024 年 9 月末，公司所有者权益主要由实收资本（占 7.29%）、资本公积（占 76.49%）和未分配利润（占 10.02%）构成，所有者权益稳定性较强。

（2）负债

公司债务规模持续增长，以银行借款和债券融资为主，整体债务负担适中。

2021－2023 年末，公司负债规模持续增长。截至 2023 年末，公司负债结构相对均衡。

截至 2023 年末，公司经营性负债主要体现在与安吉县其他国有企业间的往来款等形成的其他应付款；短期借款主要为保证借款；长期借款主要为保证借款、保证+抵押+质押借款；应付债券较上年末大幅下降，主要系将一年内到期部分调整至一年内到期

的非流动负债所致；长期应付款较上年末大幅下降，主要系应付融资租赁款和信托借款大幅减少所致。同期末，公司长期应付款由融资租赁款、应付政府单位款项和专项应付款构成，本报告已将公司长期应付款科目中的有息部分纳入长期债务核算。

图表 15 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 9 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	**49.02**	**39.36**	**63.54**	**37.96**	**113.90**	**57.21**	**93.90**	**45.99**
短期借款	4.41	3.54	10.05	6.00	14.00	7.03	8.92	4.37
其他应付款	23.00	18.48	34.05	20.34	53.38	26.81	56.10	27.48
一年内到期的非流动负债	11.79	9.47	11.58	6.92	40.93	20.56	21.39	10.48
非流动负债	**75.50**	**60.64**	**103.86**	**62.04**	**85.21**	**42.79**	**110.27**	**54.01**
长期借款	22.84	18.34	45.98	27.47	54.92	27.59	61.06	29.90
应付债券	35.44	28.46	34.49	20.60	14.93	7.50	33.34	16.33
长期应付款	12.48	10.02	19.12	11.42	10.66	5.35	10.98	5.38
负债总额	**124.52**	**100.00**	**167.41**	**100.00**	**199.10**	**100.00**	**204.17**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 16 • 截至 2025 年 3 月末公司存续债券明细（单位：亿元）

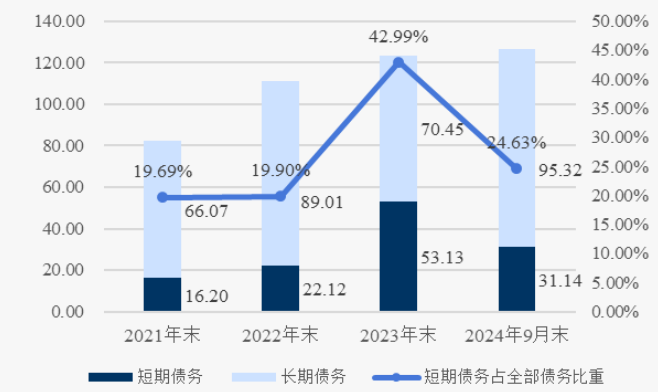
债券简称	债券类别	起息日期	到期日期	下一行权日	债券余额
24 安交 01	私募债	2024/01/18	2027/01/18	--	8.50
23 安交 01	私募债	2023/03/17	2028/03/17	2026/03/17	8.50
23 安交 02	私募债	2023/06/15	2028/06/15	2026/06/15	6.50
24 安交 02	私募债	2024/04/18	2029/04/18	--	5.00
24 安交债 01/24 安通 01	一般企业债	2024/02/02	2031/02/02	2027/02/02	5.00
合计	--	--	--	--	**33.50**

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2021－2023 年末，公司全部债务规模持续增长。截至 2023 年末，公司短期债务占比提升至 42.99%。从债务指标看，2021－2023 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续上升，长期债务资本化比率有所波动。

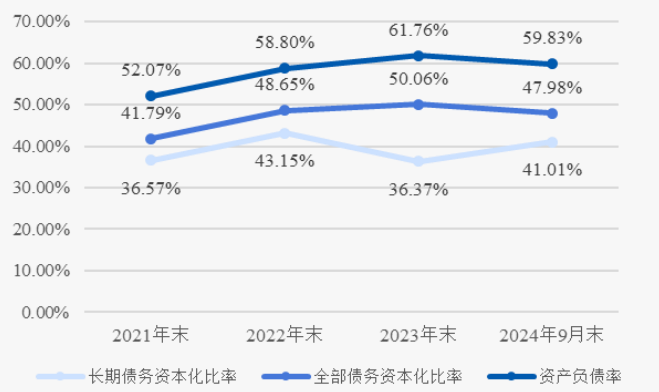
截至 2024 年 9 月末，公司负债规模较上年末小幅增长，流动负债占比有所下降；全部债务规模较上年末小幅增长，短期债务占比下降至 24.63%；从融资渠道看，公司全部债务中银行借款占 65.75%、债券融资占 31.19%、非标融资占 1.48%、票据融资占 1.58%；从债务指标看，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年末均有所下降，长期债务资本化比率较上年末有所上升。整体看，公司债务负担适中。

图表 17 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

图表 18 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

从债务期限分布看，截至 2024 年 9 月末，公司于 1 年以内、1~2 年和 2~3 年到期的债务规模分别为 31.14 亿元、24.11 亿元和 15.08 亿元，剩余债务于 3 年以后到期。

图表 19 • 截至 2024 年 9 月末公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以后	合计
偿还金额	31.14	24.11	15.08	56.13	**126.46**
占全部债务的比例（%）	24.63	19.06	11.92	44.38	**100.00**

资料来源：公司提供

3 盈利能力

2021－2023 年，公司营业总收入波动下降，政府补助对利润总额贡献程度高，公司盈利指标表现尚可。

2021－2023 年，公司营业总收入波动下降，营业成本同趋势变动，营业利润率持续上升。

公司其他收益主要为收到的政府补助，2021－2023 年及 2024 年 1－9 月，公司其他收益分别占利润总额的 74.58%、114.58%、69.93%和 74.23%，政府补助对利润总额贡献程度高。

公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益。受公司投资的联营企业浙江吉宁高速公路有限公司（截至 2024 年 9 月末公司持股 40.00%）亏损影响，2022－2023 年及 2024 年 1－9 月，公司投资收益为负。

从盈利指标看，2021－2023 年，公司总资本收益率和净资产收益率均波动下降。公司盈利指标表现尚可。

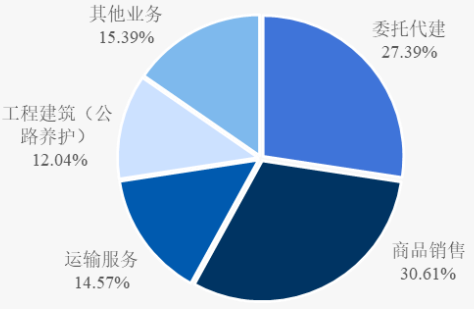
2024 年 1－9 月，公司实现营业总收入 8.49 亿元，较上年同期增长 31.32%；利润总额为 0.49 亿元。

图表 20 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1－9 月
营业总收入	13.34	16.38	10.98	8.49
营业成本	11.11	12.47	7.49	5.78
期间费用	1.92	3.13	2.76	1.98
其他收益	1.45	2.70	0.94	0.37
投资收益	0.02	-0.54	-0.55	-0.35
利润总额	1.94	2.36	1.34	0.49
营业利润率（%）	16.17	23.50	30.81	31.28
总资本收益率（%）	1.09	1.59	0.86	--
净资产收益率（%）	1.58	2.05	0.85	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 21 • 2023 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

4 现金流

公司经营活动现金流入和流出相对均衡，收入实现质量高；由于暂借款支出规模较大，公司投资活动现金持续净流出；考虑到公司债务还本付息规模和项目尚需投资规模较大，公司未来存在较大的融资需求。

从经营活动来看，2021－2023 年，公司经营活动现金流入量有所波动，主要为经营业务回款和收到的往来款；经营活动现金流出量同趋势变动，主要为项目投入、业务支出和支付的往来款；公司经营活动现金流入和流出相对均衡。同期，公司现金收入比波动下降，收入实现质量高。

从投资活动来看，2021－2023 年，公司投资活动现金流入量波动下降，主要为收到的暂借款；投资活动现金流出量波动增长，主要为支付的暂借款和处置子公司减少的现金。综合来看，2021－2023 年，公司投资活动现金持续净流出，且规模有所扩大。

从筹资活动来看，2021－2023 年，公司筹资活动现金流入量和流出量均波动增长；筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支付的现金。综合来看，2021－2023 年，公司筹资活动现金持续净流入。考虑到公司债务还本付息规模和项目尚需投资规模较大，公司未来存在较大的融资需求。

2024 年 1－9 月，公司经营活动现金转为净流出，投资活动现金保持净流出，筹资活动现金保持净流入。

图表 22 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	20.05	27.77	21.09	12.97
经营活动现金流出小计	19.98	27.67	20.88	14.53
经营活动现金流量净额	**0.08**	**0.10**	**0.22**	**-1.56**
投资活动现金流入小计	5.91	6.27	3.47	17.07
投资活动现金流出小计	9.94	12.88	12.23	23.81
投资活动现金流量净额	**-4.03**	**-6.62**	**-8.76**	**-6.73**
筹资活动现金流入小计	68.36	61.40	75.25	82.69
筹资活动现金流出小计	63.74	46.92	65.16	76.07
筹资活动现金流量净额	**4.62**	**14.48**	**10.09**	**6.62**
现金收入比（%）	116.09	98.20	100.97	127.96

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

5 偿债指标

公司短期偿债指标显著下滑，存在一定的短期偿债压力，长期偿债指标表现较弱，间接融资渠道有待拓宽，存在一定的或有负债风险。

图表 23 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年（末）	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 9 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	313.95	308.36	202.04	250.36
	速动比率（%）	78.65	83.62	45.10	53.03
	现金短期债务比（倍）	0.98	1.13	0.44	0.50
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	3.82	4.60	3.35	--
	全部债务/EBITDA（倍）	21.53	24.14	36.85	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.93	0.86	0.40	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债指标看，2021—2023 年末及 2024 年 9 月末，公司速动资产对流动负债保障程度波动下降，现金短期债务比波动下降。截至 2024 年 9 月末，公司剔除受限货币资金后的现金短期债务比为 0.49 倍。整体看，公司短期偿债指标显著下滑，存在一定的短期偿债压力。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，全部债务/EBITDA 持续上升。整体看，公司长期偿债指标表现较弱。

截至 2024 年 9 月末，公司获得主要贷款银行授信总额共 110.22 亿元，尚未使用额度 30.29 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2024 年 9 月末，公司对外担保余额 63.70 亿元，担保比率为 46.47%，被担保对象均为区域内其他国有企业。公司对外担保规模较大，担保比率较高，存在一定的或有负债风险。

未决诉讼仲裁方面，截至 2024 年末，公司无重大未决诉讼及仲裁。

6 公司本部财务分析

公司营业总收入主要来自子公司，资产和所有者权益主要集中在公司本部。公司本部对子公司管控力度较强。

截至 2024 年 9 月末，公司本部资产总额 305.73 亿元（占合并口径的 89.59%），负债总额 170.95 亿元（占合并口径的 83.73%），所有者权益 134.78 亿元（占合并口径的 98.32%），资产负债率为 55.92%，全部债务 95.42 亿元，整体债务负担适中；现金短期债务比为 0.43 倍，短期偿债指标表现一般。2023 年，公司本部实现营业总收入 4.38 亿元（占合并口径的 39.87%），利润总额为 1.64 亿元。

公司在财务、投融资和对外担保等方面均对子公司进行管理。公司本部对子公司管控力度较强。

九、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为地方国企的社会责任，治理结构相对完善，内控制度较为健全。整体来看，目前公司 ESG 表现一般，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司委托代建、道路养护和运输服务等业务在运营过程中需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，同时也会产生废水、废气等废弃物。公司注重安全生产与环保投入，联合资信未发现公司本部自成立以来发生安全责任事故或受到污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设及运营的项目主要涉及社会公共产品或服务，在项目开展过程中，公司确保工程质量和人员安全，联合资信未发现公司本部自成立以来发生一般事故以上的安全生产事故。此外，公司积极响应政府政策，参与地方帮扶工作，2022－2023 年慈善捐赠金额分别为 164.67 万元和 372.00 万元。

治理方面，公司战略规划清晰，建立了相对完善的法人治理结构和较为健全的内部管理体系，对下属子公司管控能力较强。联合资信未发现公司本部自成立以来存在高级管理人员因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

十、外部支持

公司实际控制人具有很强的综合实力。公司作为安吉县重要的交通基础设施建设、道路养护施工和运输服务主体，在资金及资产注入、股权划转和政府补助等方面持续获得较大的外部支持。

公司唯一股东为安吉交控，实际控制人为安吉县财政局。安吉县形成了竹业、茶业和椅业三大特色产业，经济总量持续增长，税收收入占比高，财政自给能力尚可。截至 2024 年末，安吉县政府债务余额 223.51 亿元，政府债务限额为 223.51 亿元。整体看，公司实际控制人具有很强的综合实力。

公司是安吉县重要的交通基础设施建设、道路养护施工和运输服务主体，近年来在资金及资产注入、股权划转和政府补助等方面持续获得较大的外部支持。

资金及资产注入方面，2021 年，公司收到原股东两山国控注资 3.29 亿元，计入实收资本；收到无偿划拨的砂石开采特许经营权 31.54 亿元，计入资本公积。2022 年，公司收到无偿划拨的土地使用权 1.00 亿元，计入资本公积。2023 年，公司收到无偿划入的阳光大厦资产 623.00 万元和石料资源经营权 15.71 亿元，均计入资本公积。2024 年 1－9 月，公司收到无偿划入的石料资源经营权 15.08 亿元，计入资本公积。

股权划转方面，2021 年，公司收到无偿划转的安吉县西苕溪建设开发有限公司、安吉县永信水利水电发展有限公司和安吉国正机动车检测有限公司股权，合计增加资本公积 0.22 亿元。

政府补助方面，2021－2023 年及 2024 年 1－9 月，公司分别收到政府补助 1.45 亿元、2.70 亿元、0.94 亿元和 0.37 亿元，均计入其他收益。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

十一、债券偿还风险分析

1 本次债项对公司现有债务的影响

本次债项的发行对公司债务规模及结构有一定影响。

本次债项发行规模不超过 10.00 亿元（含），按照发行规模上限计算（下同），分别相当于 2024 年 9 月末公司长期债务和全部债务的 10.49%和 7.91%，对公司现有债务规模及结构有一定影响。以 2024 年 9 月末财务数据为基础，本次债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 59.83%、47.98%和 41.01%上升至 60.97%、49.89%和 43.45%，公司负债水平有所上升，债务负担将有所加重。

2 本次债项偿还能力

公司 2023 年经营活动现金流入量、经营现金流量净额和 EBITDA 对本次债项发行后 2024 年 9 月末长期债务的保障情况详见下表。

图表 23 • 本次债项偿还能力测算

项目	数据
发行后 2024 年 9 月末长期债务*（亿元）	105.32
2023 年经营活动现金流入量/发行后 2024 年 9 月末长期债务（倍）	0.20
2023 年经营活动现金流量净额/发行后 2024 年 9 月末长期债务（倍）	0.002
发行后 2024 年 9 月末长期债务/2023 年 EBITDA（倍）	31.41

注：发行后 2024 年 9 月末长期债务为将本次债项发行额度上限计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

3 募投项目收入对本次债项的保障能力分析

根据可研报告测算，募投项目累计净收益可以覆盖本次债项用于募投项目部分资金的本息，但考虑募投项目投资规模大，开工时间有所延迟，募投项目实际收益情况存在一定的不确定性。

本次债项募投项目的未来收益是偿债资金的主要来源。募投项目计算期 14 年，其中建设期为 2 年（原定 2022 年 12 月－2024 年 12 月）；募投项目于 2024 年 12 月开工建设，开工时间有所延迟。募投项目收入主要包括厂房租售收入、景区收入、停车费收入和尾矿产生的岩石销售收入。

（1）智能装备制造产业区租售收入

根据可研报告预测，智能装备制造产业区生产中心建筑面积 22.50 万平方米，办公、研发及展示等建筑面积 3.00 万平方米，预计按建筑面积的 40%用于出售，60%用于出租。

厂房出售方面，销售期 5 年，运营期（第 3－7 年）的销售比例分别为 20%、20%、20%、20%和 20%。生产中心出售价格拟定为 3000 元/平方米，办公、研发、检测中心，配套服务、展示中心用房按 3500 元/平方米，预测项目运营期营业收入合计为 31200.00 万元。

厂房出租方面，生产中心拟定为 0.5 元/平方米 • 日，办公研发检测用房、其他配套设施、展示中心用出租价格拟定为 0.8 元/平方米 • 日，以后年度每三年增长 5%，运营期（第 3－9 年）的出租比例分别为 60%、65%、70%、75%、80%、85%、90%，以后年度达到 95%。预测项目运营期营业收入合计为 32278.73 万元。

（2）景区收入

项目景区收入包括工矿文化展示区收入和矿坑旅游休闲区收入。

工矿文化展示区收入

根据可研报告预测，工矿文化展示区在运营期（第 3－9 年）旅游人数分别为 68 万人次、72 万人次、77 万人次、81 万人次、87 万人次、92 万人次和 98 万人次，收入来源包括矿坑历史文化园门票收入、酒店住宿及餐饮收入、矿坑主题餐厅及地下咖啡厅餐饮收入、商业街出售及出租收入。其中，矿坑历史文化园旅游人数按工矿文化展示区旅游人次的 60%计，票价 50 元/人次，项目运营期预计实现收入 34800.00 万元。工矿文化展示区酒店设计 150 间客房，住宿价格首年按 325 元/间/日，以后年度每三年增长 5%，营运期（第 3－6 年）的入驻率分别为 60%、65%、70%、75%，以后年度达到 80%，项目运营期预计实现酒店住宿收入 17501.93 万元；按住宿人次预计，酒店餐饮平均消费 100 元/人次，项目运营期预计实现酒店餐饮收入 9964.50 万元。矿坑主题餐厅及地下咖啡厅消费人次按景区游客人次的 70%预计，平均消费 80 元/人次，运营期预计实现收入 65016.00 万元。

工矿文化展示区商业街建筑面积 18000 平方米，预计按建筑面积的 40%出售，剩余建筑面积的 60%出租。商业街拟定销售价为 8200 元/平方米，营运期（第 3－7 年）的出售比例分别为 30%、30%、20%和 20%，项目运营期预计实现出售收入 5904.00 万元。商业街出租定价为 1.5 元/平方米 • 日，以后年度每三年增长 5%，营运期（第 3－9 年）的出租比例分别为 60%、65%、70%、75%、80%、85%、90%，以后年度达到 95%，项目运营期预计实现出租收入 6434.91 万元。

矿坑旅游休闲区收入

根据可研报告预测，矿坑旅游休闲区收入包括田园生活休闲区收入、亲子活动区收入和拓展活动区收入。其中，田园生活休闲区旅游人数按项目景区旅游人次的 60%计，票价 50 元/人次，项目运营期预计实现收入 34800.00 万元；亲子活动区旅游人数按项目景区旅游人次的 30%计，票价 30 元/人次，项目运营期预计实现收入 10449.00 万元；拓展活动区旅游人数按项目景区旅游人次的 20%计，票价 60 元/人次，项目运营期预计实现收入 13932.00 万元。

（3）停车费收入

根据可研报告预测，项目预计新建景区停车位预计 300 个。停车时间占比按以下进行计算：1 小时内 20%、1~3 小时内 15%、3~8 小时内 15%、8~12 小时内 20%、12~24 小时内 20%、24 小时以上 10%，同时 1 小时内、1~3 小时内、3~6 小时内、6~12 小时内及 12 小时、24 小时以上，考虑停车位重复使用次数分别为 8 次、6 次、6 次、2 次、1 次、1 次。停车使用率营运期（第 3－6 年）使用率分别为 50%、60%、70%、80%，以后年度为 90%，项目运营期停车位服务收入 2766.60 万元。

（4）尾款产生的岩石销售收入

根据可研报告预测，项目在建设期产生的尾矿岩石估测有玄武岩 85 万吨、碎石 350 万吨，预测价格分别为 223 元/吨、130 元/吨。项目预计建设期第 2 年即产生收入，项目建设期间预计实现尾矿岩石销售收入 12891.00 万元，项目营运期内预计实现尾矿岩石销售收入 51564.00 万元，合计收入 64455.00 万元。

综上，项目建设期营业收入为 12891.00 万元，运营期营业收入为 316611.67 万元，建设运营期内合计收入 329502.67 万元。

以下测算基于以下假设：本次债项发行利率为 5.00%，建设期第 1 年本次债项开始付息。本次债项设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3 至第 7 年末，每年按照债券发行总额 20.00%的比例偿还本金。

图表 24 • 募投项目累计净收益覆盖债券本息情况表（单位：万元、倍）

序号	项目	建设期		运营期					合计
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	
1	销售收入	--	12891.00	47132.72	35098.57	35542.02	23827.80	23798.61	**178290.72**
2	税金及附加	--	--	--	--	--	1328.79	1581.01	**2909.80**
3	所得税	--	913.81	4078.90	2335.36	2654.93	949.57	1148.53	**12081.10**
4	成本合计	--	2752.74	8301.88	5672.79	5809.21	3205.01	3355.05	**29096.68**
5	净收益合计	--	9224.45	34751.94	27090.42	27077.88	18344.43	17714.02	**134203.14**
6	**累计净收益合计**	--	**9224.45**	**43976.39**	**71066.81**	**98144.69**	**116489.12**	**134203.14**	--
7	本息合计	5000.00	5000.00	25000.00	24000.00	23000.00	22000.00	21000.00	**125000.00**
7.1	偿还本金	--	--	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	20000.00	**100000.00**
7.2	偿还利息	5000.00	5000.00	5000.00	4000.00	3000.00	2000.00	1000.00	**25000.00**
8	**累计还本付息**	**5000.00**	**10000.00**	**35000.00**	**59000.00**	**82000.00**	**104000.00**	**125000.00**	--
累计净收益覆盖倍数				**1.26**	**1.20**	**1.20**	**1.12**	**1.07**	--

注：上表仅体现本次债项存续期募投项目收益情况
资料来源：联合资信根据可研报告整理

总体看，根据测算，募投项目累计净收益可以覆盖本次债项用于募投项目部分资金的本息，但考虑募投项目投资规模大，开工时间有所延迟，募投项目实际收益情况受实际销售、出租及运营等情况影响存在一定的不确定性。

4 增信措施分析

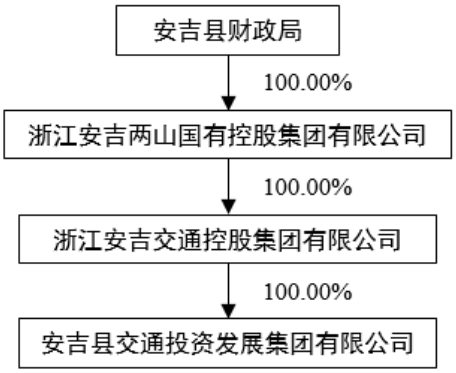
中合中小担保为本次债项提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本次债项本息偿付的安全性。

中合中小担保为本次债项提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，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，保证期间为债券存续期及债券到期之日起 2 年。在担保函项下的债券到期之前，中合中小担保发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、担保方中合中小担保提前兑付债券本息。经联合资信评定，中合中小担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保有效提升了本次债项的信用水平（详见附件）。

十二、评级结论

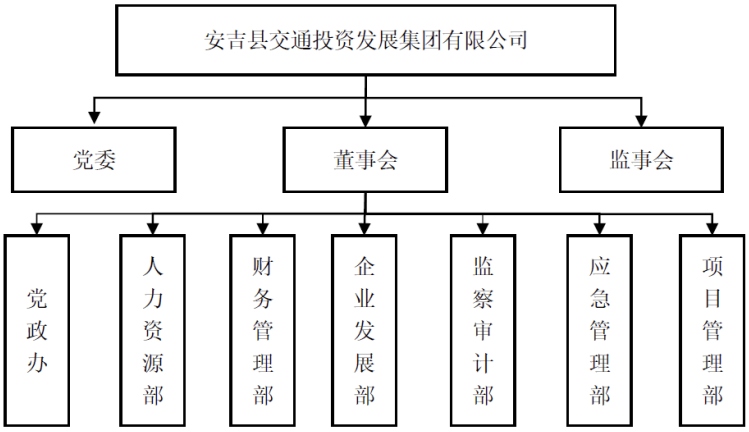
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AA，本次债项信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2024 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2　公司组织架构图（截至 2024 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3　公司合并范围内一级子公司情况（截至 2024 年 9 月末）

子公司名称	注册资本金（万元）	持股比例（%）	取得方式
安吉畅游汽车服务股份有限公司	5000.00	59.85	非同一控制合并
安吉交投产业发展有限公司	20000.00	100.00	设立
安吉交通投资有限公司	20000.00	100.00	无偿划拨
安吉国发资产管理有限公司	10000.00	100.00	无偿划拨
浙江安吉长运汽车运输有限公司	5000.00	100.00	收购
安吉县交通建设工程有限公司	23068.55	100.00	收购
安吉县公共交通服务有限公司	1000.00	100.00	设立
浙江安吉高速公路有限公司	20000.00	100.00	设立
安吉县水利投资发展有限公司	244567.36	82.00	无偿划拨
安吉交投置业开发有限公司	50000.00	100.00	无偿划拨

资料来源：公司提供

附件 1-4　公司对外担保情况（截至 2024 年 9 月末）

被担保方	担保余额（万元）
浙江吉宁高速公路有限公司	400000.00
安吉县西苕溪建设开发有限公司	104000.00
安吉紫梅实业有限公司	48000.00
安吉绿色供能科技发展有限公司	23500.00
安吉自然资源开发建设有限公司	20500.00
浙江安吉新型城镇化基础设施建设有限公司	17000.00
安吉嘉豪建设有限公司	13000.00
安吉天湖膨润土经营有限公司	10000.00
安吉禹盛水利建设有限公司	1000.00
合计	**637000.00**

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	15.93	24.94	23.30	15.47
应收账款（亿元）	0.72	1.49	0.52	0.36
其他应收款（亿元）	21.09	25.99	26.77	33.18
存货（亿元）	115.33	142.81	178.75	185.30
长期股权投资（亿元）	5.96	6.30	5.73	5.38
固定资产（亿元）	10.55	10.34	10.11	10.43
在建工程（亿元）	1.60	2.46	0.49	0.49
资产总额（亿元）	239.12	284.69	322.38	341.26
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	1.45	1.41	1.38	5.88
所有者权益（亿元）	114.61	117.28	123.28	137.08
短期债务（亿元）	16.20	22.12	53.13	31.14
长期债务（亿元）	66.07	89.01	70.45	95.32
全部债务（亿元）	82.26	111.13	123.59	126.46
营业总收入（亿元）	13.34	16.38	10.98	8.49
营业成本（亿元）	11.11	12.47	7.49	5.78
其他收益（亿元）	1.45	2.70	0.94	0.37
利润总额（亿元）	1.94	2.36	1.34	0.49
EBITDA（亿元）	3.82	4.60	3.35	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	15.49	16.08	11.09	10.87
经营活动现金流入小计（亿元）	20.05	27.77	21.09	12.97
经营活动现金流量净额（亿元）	0.08	0.10	0.22	-1.56
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.03	-6.62	-8.76	-6.73
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.62	14.48	10.09	6.62
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.65	13.44	7.83	--
存货周转次数（次）	0.11	0.10	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.06	0.04	--
现金收入比（%）	116.09	98.20	100.97	127.96
营业利润率（%）	16.17	23.50	30.81	31.28
总资本收益率（%）	1.09	1.59	0.86	--
净资产收益率（%）	1.58	2.05	0.85	--
长期债务资本化比率（%）	36.57	43.15	36.37	41.01
全部债务资本化比率（%）	41.79	48.65	50.06	47.98
资产负债率（%）	52.07	58.80	61.76	59.83
流动比率（%）	313.95	308.36	202.04	250.36
速动比率（%）	78.65	83.62	45.10	53.03
经营现金流动负债比（%）	0.15	0.16	0.19	--
现金短期债务比（倍）	0.98	1.13	0.44	0.50
EBITDA 利息倍数（倍）	0.93	0.86	0.40	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.53	24.14	36.85	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告合并口径已将长期应付款科目中的有息部分纳入长期债务核算；3. 公司 2024 年前三季度财务报表未经审计，相关指标未年化
资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.22	14.51	18.47	7.89
应收账款（亿元）	0.44	1.52	1.49	1.43
其他应收款（亿元）	50.60	67.03	70.89	74.43
存货（亿元）	36.61	69.51	104.41	108.24
长期股权投资（亿元）	31.23	33.83	30.09	25.27
固定资产（亿元）	4.41	4.29	4.33	4.32
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.08	0.00
资产总额（亿元）	192.50	253.08	299.33	305.73
实收资本（亿元）	10.00	10.00	10.00	10.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	112.63	118.67	123.71	134.78
短期债务（亿元）	6.80	15.47	42.15	18.48
长期债务（亿元）	55.52	69.17	51.59	76.94
全部债务（亿元）	62.32	84.64	93.75	95.42
营业总收入（亿元）	3.22	4.83	4.38	3.74
营业成本（亿元）	2.05	2.38	2.33	1.98
其他收益（亿元）	0.77	0.84	0.32	0.03
利润总额（亿元）	1.92	2.53	1.64	1.18
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4.71	3.91	4.22	4.56
经营活动现金流入小计（亿元）	5.80	5.43	4.97	5.55
经营活动现金流量净额（亿元）	-7.33	-9.31	-1.83	0.87
投资活动现金流量净额（亿元）	-12.41	-2.96	0.14	-3.96
筹资活动现金流量净额（亿元）	22.00	18.34	5.31	-7.00
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.81	4.40	2.31	--
存货周转次数（次）	0.07	0.04	0.03	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	146.50	81.02	96.32	122.00
营业利润率（%）	36.12	50.28	45.08	46.22
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	1.60	2.16	1.29	--
长期债务资本化比率（%）	33.02	36.82	29.43	36.34
全部债务资本化比率（%）	35.62	41.63	43.11	41.45
资产负债率（%）	41.49	53.11	58.67	55.92
流动比率（%）	407.11	262.48	167.25	221.49
速动比率（%）	251.64	142.90	77.81	96.69
经营现金流动负债比（%）	-31.13	-16.02	-1.57	--
现金短期债务比（倍）	1.21	0.94	0.44	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告本部口径已将长期应付款科目中的有息部分纳入长期债务核算；2. “/”表示相关数据未获取或无法计算；3. 公司本部 2024 年前三季度财务报表未经审计，相关指标未年化
资料来源：联合资信根据公司财务数据及公司提供资料整理

附件 3　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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本次债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

安吉县交通投资发展集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本次债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本次债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本次债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本次债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。

中合中小企业融资担保股份有限公司
2024 年主体长期信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

www.lhratings.com

信用评级公告

联合〔2024〕5152 号

联合资信评估股份有限公司通过对中合中小企业融资担保股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年十一月二十四日

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

声　明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。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。

二、本报告系联合资信接受中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、该评级结果自 2024 年 6 月 24 日至 2025 年 6 月 23 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

中合中小企业融资担保股份有限公司

2024年主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2024/06/24

主体概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中合担保”）成立于2012年7月，系由中国进出口银行、JPMorgan China Investment Company Limited、中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）等共7家股东共同发起设立。截至2024年3月末，公司注册资本及实收资本均为71.76亿元；公司股权较分散，无控股股东及实际控制人。

评级观点

公司作为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，股东背景多元且多个股东给予公司较大支持；公司治理结构和内控制度较为完善，风险管理水平较好；公司业务范围覆盖全国，业务规模很大，行业竞争力很强。财务方面，公司资产质量整体较好，2022－2023年均未新增代偿；盈利能力尚可；公司实际资产负债水平较低，资本实力很强，融资性担保放大倍数处于行业较低水平，资本充足性良好，代偿能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司股东背景多元，股东在业务协同、综合授信及管理等方面能给予公司较大支持。

评级展望

未来，随着各项业务的发展及股东支持，公司整体竞争实力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：担保主业收缩，期末担保业务规模大幅减少，市场竞争力显著下降；资本实力大幅下降；担保代偿规模急剧上升并且资本充足性显著不足；股东对公司支持力度及支持能力大幅下降。

优势

- **股权结构多元，股东支持较大。**公司多元化的股权结构有助于其市场化的运营，多家股东对公司给予支持。股东中国宝武向公司派驻总经理，并兼任公司董事，代行董事长职权，在业务方面与公司有较多协同，同时其旗下财务公司给予公司10.00亿元授信。
- **业务规模保持行业前列，存量担保业务整体风险较低。**近年来，担保业务规模持续压降但规模仍较大，保持很强的行业竞争力；随着业务规模压降和前期风险项目逐步出清，截至2023年末，存量担保业务整体风险较低。
- **资本实力很强，资本充足性持续提升。**截至2023年末，公司所有者权益73.12亿元，资本实力很强，实际资产负债率水平较低，近年来，其资产结构持续优化，净资本覆盖率持续提升，资本充足性良好。

关注

- **宏观经济发展存在不确定性，担保机构代偿压力增加。**未来，宏观经济发展存在一定不确定性，企业经营压力或将加大，担保机构代偿压力随之增加，对公司风险控制和流动性管理水平提出更高要求。
- **担保业务规模及收入持续下滑；业务行业集中度很高、单一客户集中度较高。**2021－2023年，受城投债担保规模下降影响，公司担保业务规模及收入持续下滑。公司担保业务以城投类项目为主，行业集中度很高，且单一客户集中度较高；在防范化解地方政府隐性债务风险的背景下，需关注城投类项目相关风险。
- **关注相关资产信用风险。**公司存在较大规模的固收类投资资产，同时随着新金融业务开展，公司应收保理款规模持续增加，外部信用风险增加环境下，需关注相关资产信用风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	融资担保企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	融资担保企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	区域经济环境	1
			行业风险	4
		自身竞争力	公司治理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	2
			未来发展	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
		资本结构		1
		代偿能力		1
指示评级				**aa⁺**
个体调整因素：				--
个体信用等级				**aa⁺**
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				**AAA**

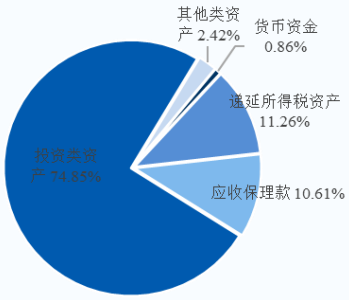
注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

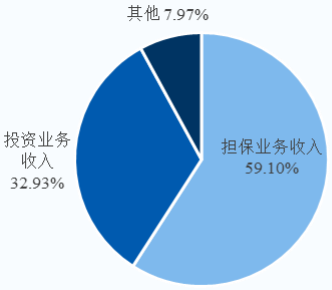
合并口径			
项　目	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额（亿元）	83.55	82.24	86.09
所有者权益（亿元）	73.13	73.97	73.12
净资本（亿元）	45.46	53.06	49.11
营业收入（亿元）	5.91	4.59	4.26
利润总额（亿元）	1.87	1.06	1.68
全部债务（亿元）	3.34	2.01	7.09
短期债务（亿元）	3.34	2.01	7.09
实际资产负债率（%）	8.33	5.08	10.58
总资产收益率（%）	1.89	1.27	1.85
净资产收益率（%）	2.16	1.43	2.11
期末担保余额（亿元）	423.25	335.46	267.02
期末融资性担保责任余额（亿元）	423.25	335.46	263.91
融资性担保放大倍数（倍）	4.70	3.68	2.92
净资本担保倍数（倍）	9.31	6.32	5.44
净资本/净资产比率（%）	62.16	71.73	67.16
净资本覆盖率（%）	131.86	192.84	227.33
代偿准备金率（%）	145.10	0.00	0.00
当期担保代偿率（%）	2.20	0.00	0.00
累计担保代偿率（%）	3.60	3.14	2.83

注：1.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 期末融资性担保责任余额按照《融资担保公司监督管理条例》四项配套制度计算；3. 本报告中，“/”表示数据未获取到
资料来源：公司审计报告、公司提供，联合资信整理

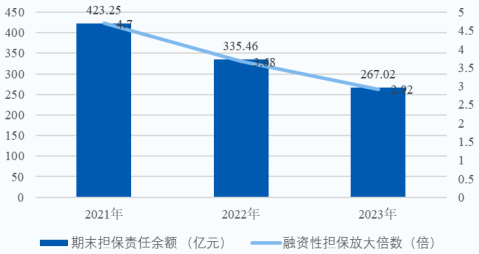
2023 年末公司资产构成



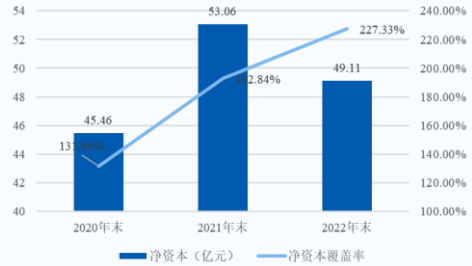
2023 年公司收入构成



2021－2023 年末公司担保业务开展情况



2021－2023 年末公司资本充足性情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2023/06/21	张晨露　刘嘉	融资担保企业信用评级方法 V4.0.202208 融资担保企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2022/06/24	卢芮欣　刘嘉	融资担保企业评级方法 V3.0.201907 融资担保企业主体信用评级模型（打分表）V3.1.202011	阅读全文
AAA/负面	2021/06/23	贾一晗　董日新	融资担保企业评级方法 V3.0.201907 融资担保企业主体信用评级模型（打分表）V3.1.202011	阅读全文
AAA/稳定	2015/12/18	刘洪涛　刘克东	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
资料来源：公开资料，联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张晨露　zhangcl@lhratings.com

项目组成员：梁兰琼　lianglq@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com　网址：www.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）

一、主体概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”或“中合担保”）成立于 2012 年 7 月，系由中国进出口银行、JPMorgan China Investment Company Limited（以下简称“摩根大通”）、中国宝武钢铁集团有限公司（原宝钢集团有限公司，以下简称“中国宝武”）、海航资本集团有限公司（原海航资本控股有限公司，以下简称“海航资本”）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司（以下简称“西门子”）和内蒙古鑫泰投资有限公司（以下简称“内蒙古鑫泰”）共 7 家股东共同发起设立，初始注册资本 51.26 亿元。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，注册资本增加 20.504 亿元至 71.764 亿元，并引进新股东海航科技股份有限公司（原天津天海投资发展股份有限公司，以下简称“海航科技”），增资完成后，海航资本及其关联方海航科技合计持股比例为 43.34%，但持股比例未超过 50%，公司仍无控股股东及实际控制人。2022 年，受海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）破产重组影响，海航科技与海航资本已无一致行动人关系。2023 年，摩根大通将其持有的公司 17.78%股权转让给宏达控股集团有限公司（以下简称“宏达集团”）。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 71.76 亿元；公司股权较分散，第一大股东海航科技持股 26.62%[1]，公司无控股股东及实际控制人，股权结构见附件 1-1。

2023 年 2 月，公司股东海宁宏达将所持公司 9.47%质押给摩根大通[2]。截至 2024 年 3 月末，前述被质押的股权仍未解质押，公司股权无其他被质押情况。

公司主营业务为担保业务、投资业务等。截至 2023 年末，公司拥有一级子公司 4 家，主要子公司情况见图表 1；共有员工 116 人。公司组织架构图详见附件 1-2。

图表 1 • 截至 2023 年末公司主要子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	子公司简称	业务性质	注册资本	总资产	净资产	控股比例
中合共赢资产管理有限公司	中合共赢	投资管理、投融资咨询	0.50	0.94	0.78	100.00%
中合明智商业保理（天津）有限公司	明智保理	商业保理	0.50	9.16	3.48	100.00%

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司注册地址：北京市朝阳区建国门外大街丙 12 号楼 17 层；公司法定代表人：曾杰。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

三、行业分析

2021 年以来，担保行业发展平稳，其中金融产品担保业务发展较快。未来国有担保机构整体资本实力有望进一步增强，担保机构经营模式逐渐成熟，风险补偿机制将不断完善，行业格局保持稳定。

[1] 公司股东宏达集团与海宁宏达存在关联关系，虽二者合计持有公司 27.25%的股份，但海宁宏达股权结构较分散，无控股股东或实际控制人，且根据公司提供信息，宏达集团与海宁宏达未签署一致行动人协议。
[2] 该股权质押旨在促成股权转让交易，为付款提供保障。

2021 年以来，金融担保机构整体发展平稳，且逐步进入资本市场，根据 Wind 统计，2021－2023 年末，金融担保机构的金融产品担保余额先增后稳。

2021 年以来，国家对于担保行业出台的政策以支农支小、健全政府性融资担保体系为主。各省均出台相关政策纾解中小微企业融资痛点，抓好“三农”工作，推进乡村振兴。

国有背景担保机构仍将持续获得注资，整体行业资本实力不断增强，抗风险能力将有所增强；担保机构业务趋于多元化发展，担保品种也将日趋丰富，经营模式将逐渐成熟，规模化及专业化特征将显现；风险补偿机制将不断完善，通过多渠道风险补偿机制实现风险分担的运营，一方面担保机构不断提高自身的风险识别能力，另一方面担保机构通过与省级再担保机构合作，充分发挥再担保机构增信、风险分担的职能。联合资信预计 2024 年担保机构行业格局将继续保持稳定，债券担保业务规模有望继续平稳，担保机构市场业务与政策性业务主体定位持续明确；经济实力较强区域省级担保机构信用竞争优势将更显著，担保机构区域性展业或将继续延续。

完整版行业分析详见《2024 年担保行业分析》。

四、规模与竞争力

公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，资本实力很强，担保业务规模很大，行业竞争力很强。

公司成立于 2012 年 7 月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，系为支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善而成立的担保公司，经营历史较长。截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 71.76 亿元，均为货币出资，资本实力很强，处于行业上游水平。公司担保业务在全国范围内展业，经过多年发展，业务规模很大，近年为控制风险而主动压缩业务规模，截至 2023 年末在保余额 267.02 亿元，担保业务规模较大，行业竞争力很强。公司自 2019 年起探索开展新金融业务，新金融业务重点围绕股东中国宝武上下游产业链开展供应链金融业务，依托股东中国宝武的产业资源及大力支持，2022 年以来公司新金融业务取得较快发展，供应链金融产品体系逐步丰富完善，2023 年新金融业务发生额 66.15 亿元，其中保理业务发生额 24.55 亿元，同比大幅增加。

五、管理分析

1 法人治理

公司建立了相对完善的法人治理结构；管理层具备较丰富的金融机构经营管理经验。

公司依据《公司法》等相关法律、法规的规定，建立了包括股东大会、董事会、监事会和高级管理层在内的股份制公司治理架构，并设立了多个专业委员会，分别负责各项专项事宜的决策和管理。股东大会为公司最高权力机构，董事会为决策机构并对股东大会负责，监事会负责进行监督管理，高级管理层负责公司的日常经营工作。

截至 2024 年 5 月末，公司董事会由 10 名董事组成，包括股东董事 7 名、独立董事 2 名、管理层董事 1 名（即现任总经理曾杰）。7 名股东董事分别由除内蒙古鑫泰投资有限公司以外的 7 家股东各自委派 1 名。公司董事会设董事长 1 名，由全体董事过半数选举产生或罢免。2021 年 1 月，海航集团及海航资本宣布破产重组后，经公司董事会决议，股东海航资本委派的董事不再担任公司董事长，由股东中国宝武选派的管理层董事曾杰女士代行董事长职权。公司董事会的席位安排与股权比例无关，内部制衡机制按照公司《章程》的规定运行，凡重大事项须获得 2/3 以上董事同意方可执行，未形成任何一家股东的绝对控制。董事会下设提名与薪酬委员会、发展战略委员会、风险控制委员会及审计委员会 4 个专业委员会，负责向董事会提供决策建议和专业支持，协助董事会监督公司的运营。

截至 2024 年 5 月末，公司监事会由 5 名监事组成，包括股东代表监事 3 名，职工代表监事 2 名。监事会设主席 1 人，由全体监事过半数选举和更换，目前监事会主席由海宁宏达委派的监事担任。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。高级管理层设置总经理 1 名、副总经理 3 名，其中 1 名副总经理兼任首席风险官。

公司总经理曾杰女士，管理学硕士、工商管理硕士，高级会计师；历任宝钢集团财务有限责任公司（后更名为宝武集团财务有限责任公司，以下简称“宝武财务公司”）总经理、党委书记、副董事长，宝山钢铁股份有限公司钢管事业部副总经理、财务部副部长、分公司财务部部长等职务，具备多年管理工作经验；2020 年 7 月起，任公司总经理；2020 年 8 月起，任公司董事，并于 2021 年 1 月起代行董事长职权。

2 内部控制水平

公司建立了较为完善的内控管理体系，能够满足业务发展的各项需要。

组织机构方面，公司根据业务发展需要，按照前、中、后台划分职能部门，各部门职责明确，组织架构设置能够满足公司运营需求。

制度建设方面，公司从业务类、管理类、支撑类三方面制定各项规章制度，涵盖各类业务、风险管理、法律合规、财务管理、人事管理、信息管理、行政管理、内部监督等，并逐步建立起一套较为全面、架构清晰的规章制度管理体系。

六、经营分析

1 经营概况

2021－2023 年，受担保业务规模下降等因素影响，公司营业收入持续下降，收入构成以已赚保费和投资收益为主。

2021－2023 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 15.12%，其中 2023 年同比下滑 7.28%，主要系担保业务规模持续下降导致已赚保费下降所致。公司营业收入主要由担保业务形成的已赚保费以及投资业务产生的投资收益构成。其中，已赚保费对收入的贡献度较高，2021－2023 年已赚保费持续下降，占比亦持续下滑至 2023 年的 59.10%。受市场行情波动影响，公司投资收益波动下滑，；受交易性金融资产公允价值下跌影响，公司公允价值变动损益均为负。

图表 2 • 公司营业收入构成情况

业务板块	2021 年		2022 年		2023 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
已赚保费	3.89	65.87	2.81	61.17	2.52	59.10
投资收益	2.06	34.84	2.07	45.19	1.99	46.78
公允价值变动损益	-0.09	-1.56	-0.60	-13.05	-0.59	-13.85
其他	0.05	0.85	0.31	6.69	0.34	7.97
合计	**5.91**	**100.00**	**4.59**	**100.00**	**4.26**	**100.00**

注：其他主要为存款利息收入、保理收入、追偿收入等
资料来源：公司提供，联合资信整理

2 业务经营分析

（1）担保业务

2021－2023 年，公司担保业务发生规模波动增长；受业务到期解保影响，公司期末担保业务余额持续下降，融资性担保放大倍数持续下降至较低水平；公司在保业务以城投行业的企业债担保为主，随着其持续推进业务转型，业务转型效果有待观察。

公司主营融资担保业务，包含直接融资担保（以下简称“直融”）、间接融资担保（以下简称“间融”）及非融资性担保业务（以下简称“非融”），业务市场化程度高。

2021－2023 年，公司担保业务发生额先增长后趋缓，年均复合增长 63.33%。其中 2022 年，随着公司自身外部评级展望恢复以及新金融类担保业务快速拓展，公司担保业务发生额同比大幅增加。2023 年，公司担保业务发生额同比下降 9.37%，其中直融业务发生额同比下降 14.81%，主要系受企业债发行环境收紧影响所致。公司新增担保业务以债券担保及新金融类担保业务为主，且 2022 年以来公司未再新增传统类间融业务，并于 2023 年恢复非融业务开展。随着存量业务逐步到期解保，2021－2023 年末，公司在保余额逐年下降，年均复合下降 20.57%。截至 2023 年末，公司在保余额 267.02 亿元，较上年末下降 20.40%，其中直融业务占比 94.26%。受担保业务持续规模下降，公司融资性担保放大倍数持续回落至 2023 年末的 2.92 倍，属行业较低水平，展业空间较大。

图表 3 • 公司担保业务发展概况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
当期担保发生额	**37.84**	**111.39**	**100.95**
其中：间接融资性担保	2.52	41.19	29.10
——新金融类业务	1.95	41.19	29.10
直接融资性担保	35.31	70.20	59.80

非融资性担保	0.00	0.00	12.05
期末担保余额	**423.25**	**335.46**	**267.02**
其中：间接融资性担保	15.40	16.91	12.23
——新金融类业务	1.84	7.60	5.09
直接融资性担保	407.85	318.54	251.68
非融资性担保	0.00	0.00	3.12
期末担保责任余额（未折算）	**423.25**	**335.46**	**267.02**
期末在保户数（户）	169	165	130
融资性担保放大倍数（倍）	**4.70**	**3.68**	**2.92**

资料来源：公司提供，联合资信整理

公司直融业务主要以债券担保为主，金融产品担保规模较小且近年规模持续收缩。截至 2023 年末，公司直接融资性担保余额合计 251.68 亿元，较上年末下降 20.99%，均为债券担保。公司担保债券品种以企业债为主，2021－2023 年末占比均超 90%。公司债券担保主要集中在城投行业，在准入上选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，同时一般情况下要求企业提供相应的反担保措施。2021 年以来，公司进一步优化了城投准入标准，除继续严格执行仅承保公募类城投债券发行业务外，优化了城投内评模型的各项指标，并在历史曾出现非标产品违约区域禁入的基础上，进一步扩大城投业务禁入的高风险区域。截至 2023 年末，公司城投债在保余额合计 245.36 亿元；产业债担保仅余 1 笔，在保余额 5.00 亿元，系产业类国企发行的企业债；资产证券化担保项目 1 个，在保余额 1.32 亿元。从债券担保发行人外部评级情况来看，以 AA 和 AA^{+}级别为主，2023 年末分别占比 85.31%和 13.98%。“35 号文”后城投债发行市场环境发生较大变化，公司拟持续压缩城投债业务规模，业务发展重心将转至新金融类业务，未来业务转型效果有待观察。

公司间融业务主要为传统类银行贷款担保和新金融类间融担保。其中银行贷款担保规模持续收缩，整体规模较小。2022 年以来，随着公司大力推进围绕中国宝武供应链开展的新金融业务发展（具体见下文），新金融类间融担保规模亦实现较快增长，担保发生额规模较大。2023 年因新金融业务提供担保服务的种类增加，新金融业务中间融担保发生额同比下降，但由于该业务期限较短，其在保规模仍较小。

2023 年，公司加强了新金融业务领域在非融担保方向上的合作，针对宝武产业链上下游客户开展信用保证业务，当年新增非融业务投放规模 12.05 亿元，期末非融资性担保余额 3.12 亿元。

公司担保业务行业分布集中于城投企业，单笔业务规模较大，客户及区域集中度较高，存在一定短期集中到期解保压力。

从行业分布来看，公司融资性担保业务客户主要集中在城投企业，2023 年末占比 92.97%，其余均为产业类，不涉及地产类企业。

图表 4 • 公司融资性担保业务行业分类情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
城投	390.13	311.42	245.36
产业	33.12	24.03	18.55
在保余额合计	**423.25**	**335.46**	**263.91**

资料来源：公司提供，联合资信整理

从客户集中度来看，公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。2021－2023 年，公司单一最大客户集中度持续下降。截至 2023 年末，公司单一最大客户集中度符合监管标准（≤10%），单一最大客户在保余额合计 10.00 亿元，为山东省淄博市城投企业发行的中期票据，期限为 3 年。截至 2023 年末，公司前十大客户在保余额占比 30.86%，客户集中度较高。

图表 5 • 公司融资性担保业务客户集中度情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年
单一最大客户担保责任余额（亿元）	8.40	6.72	6.00
单一最大客户集中度（%）	11.49	9.08	8.21
前十大客户在保余额（亿元）	107.94	84.52	82.40
前十大客户占比（%）	25.50	25.20	30.86

注：上表中单一客户集中度计算为监管口径，系融资担保责任余额占净资产的比重；前十大客户占比系前十大客户在保余额占全部在保余额的比重
资料来源：公司提供，联合资信整理

从区域分布来看，公司担保业务主要分布在山东、湖南、江苏、湖北等地区。随着前期储备项目落地，公司山东区域担保余额占比显著增加，2023 年末占比 28.10%，主要分布在日照、潍坊、荣成、淄博等地，需关注相关城投企业风险。整体区域集中度较高。

图表 6 • 公司担保业务区域分布情况

2021 年末		2022 年末		2023 年末	
区域	占比（%）	区域	占比（%）	区域	占比（%）
江苏	29.29	江苏	23.84	山东	28.10
湖南	22.77	湖南	20.09	湖南	15.18
山东	8.48	山东	18.24	江苏	12.79
湖北	7.34	湖北	8.98	湖北	8.51
福建	4.99	福建	4.06	浙江	5.37
其他	27.13	其他	24.78	其他	30.04
合计	**100.00**	**合计**	**100.00**	**合计**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

从担保业务到期期限分布情况来看，截至 2023 年末，公司担保业务解保期主要分布在未来 3 年内，其中 1 年以内到期的规模占比 31.44%，短期内存在一定集中到期解保压力。

图表 7 • 2023 年末公司担保业务到期期限分布情况

到期年份	担保余额（亿元）	占比（%）
2024 年	83.94	31.44
2025 年	68.37	25.61
2026 年	53.53	20.05
2027 年及以后	61.18	22.91
合计	**267.02**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）新金融业务

新金融业务处于起步发展阶段，依托于股东资源和支持，业务发展较快，保理业务资产质量较好。

公司自 2019 年起探索开展新金融业务，新金融业务重点围绕股东中国宝武上下游产业链开展供应链金融业务，除了担保业务外，公司还通过全资子公司中合明智保理为产业供应链中小企业提供保理服务。公司与中国宝武旗下上海欧冶金融信息服务股份有限公司、宝武财务公司及销售公司等各个板块开展合作。客户选择上，优先选取与中国宝武多年合作的上游供应商、下游经销商/加工制造类企业等。公司供应链金融业务借助中国宝武生态体系内供应链物流、资金流、信息流数据，基于供应链场景进行各环节的过程风控，并利用物联网、人工智能以及区块链等金融科技手段，已实现全流程线上化融资放款以及贷后监控，业务风险整体可控。

2021－2023 年，公司新金融业务快速发展，供应链产品体系逐步丰富完善。2022 年，公司新金融业务投放规模大幅增加，其中主要系控货类产品“订单宝”担保业务规模实现快速增长带动。2023 年，公司针对中国宝武上游供应商推出“池保理”“工业品订单贷”等数款标准化产品，保理业务投放规模大幅增加，带动新金融业务规模扩大。因新金融业务小额分散、周转快，期末存量规模有限。截至 2023 年末，公司新金融业务余额 17.40 亿元，其中保理业务余额 9.19 亿元，间融担保余额 5.09 亿元，非融担保余额 3.12 亿元。从资产质量来看，公司保理业务无逾期情况。

图表 8 • 新金融业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
新金融业务当期发生额	4.80	41.80	66.15
其中：保理业务发生额	2.85	0.61	24.55
新金融业务期末余额	3.84	7.89	17.40
其中：保理业务余额	2.00	0.29	9.19
期末保理业务逾期率（%）	0.00	0.00	0.00

注：上表新金融业务统计包括担保业务
资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）投资业务

公司持续调整投资结构，投资资产余额有所波动，以债券投资为主。

2021－2023 年末，公司投资资产规模有所波动。公司除被动获得的抵债资产外，原则上不再主动新增股权及非标债权类投资业务。从投资结构来看，公司加大对高流动性资产和标准化债权产品的配置，权益类、非标类投资占比持续收缩，货币基金和债券投资合计占比持续增加。截至 2023 年末，公司投资资产期末投资总额 69.67 亿元，较上年末下降 6.27%，主要系股权类资产及委托贷款规模下降所致。投资资产中债券占比较高，2023 年末占比 70.30%，以利率债和 AAA 级央企债、国企债及城投债等信用债为主，投资策略以持有至到期为主。截至 2023 年末，公司委托贷款余额 0.70 亿元，较上年末降幅较大，主要系公司前期向海航资本发放的 7.00 亿元委托贷款出现风险后，随着风险处置化解，转为信托受益权所致（对应信托计划规模较上年末增加，会计科目由委托贷款重分类至交易性金融资产）。截至 2023 年末，公司投资资产已计提减值准备有所下降，为 5.23 亿元，期末投资资产账面价值 64.44 亿元。

公司对固收类投资资产进行五级分类管理，截至 2023 年末，公司固收类资产账面价值合计 45.32 亿元，其中次级类资产 1.87 亿元，主要系非标违约资产，其余均为正常类，需关注后续处置情况。

图表 9 • 公司投资资产构成情况

业务板块	2021 年末		2022 年末		2023 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
债券	37.23	53.60	37.47	50.41	48.97	70.30
货币基金	0.42	0.61	13.25	17.83	5.78	8.30
股权类	8.76	12.61	7.08	9.53	4.52	6.48
定期存款	4.45	6.41	1.46	1.96	3.58	5.14
资产管理计划	5.95	8.57	3.36	4.52	2.01	2.89
并购基金或股权基金	3.38	4.87	2.57	3.46	1.91	2.74
信托计划	0.29	0.42	0.29	0.39	1.61	2.31
委托贷款	7.09	10.21	7.71	10.37	0.70	1.01
银行理财产品	1.89	2.72	0.99	1.33	0.44	0.63
其他	0.00	0.00	0.15	0.20	0.14	0.21
期末投资总额	**69.45**	**100.00**	**74.33**	**100.00**	**69.67**	**100.00**
期末减值准备余额	11.99	17.27	10.71	14.40	5.23	7.50
期末投资账面净值	**57.46**	**82.73**	**63.62**	**85.60**	**64.44**	**92.50**

资料来源：公司提供，联合资信整理

3 未来发展

公司战略目标清晰，战略规划符合自身特点和发展需要；但仍需关注外部市场环境变化对公司战略转型实现带来的不确定影响，随着城投债担保业务逐渐解保，短期内公司担保业务规模增长承压。

2024－2026 年，是中合担保“3+3”发展战略的转型阶段，此阶段将继续坚持以服务中小企业为使命，以产业平台为依托，以数字金融为手段，以供应链金融业务核心，建立核心竞争力，形成特色经营模式。

2024 年是中合担保“3+3”战略转型阶段的首年，公司推动业务转型，以新金融业务增长弥补城投业务收缩的影响，并严格把控业务风险；突破业务发展瓶颈，形成安全可复制的转型业务模式；培育产品创新/数字化风控/线上化运营/柔性组织等新质生产力。公司 2024 年的经营总方针是“稳中求进、压强突破、育新质生产力”。稳中求进：一是稳妥推进城投债担保业务收缩策略；二是稳步推进新金融业务快速增长；三是投资业务继续聚焦债券投资，深入挖掘潜力获取稳定收益；四是文化引领，机制保障，促进构建前中后台协同发展基石。压强突破：创新实施柔性组织与刚性组织相结合的方式，全力以赴提升业务发展中的获客、运营、服务、平台对接、资金等能力。育新质生产力：逐步培育提升创新产品设计能力、数字化风控能力、线上化运营能力、柔性组织管理能力，形成公司核心竞争力。

七、风险管理分析

1 风险管理体系

公司建立了较为完善的风险管理体系，能够满足当前业务发展的需要。

公司制定了《全面风险管理办法》，并搭建了全面风险管理的组织架构。董事会是公司风险管理的最高决策机构，董事会下设立风险控制委员会，协助董事会监督公司的经营。监事会负责监督公司完善风险管理体系及履行风险控制职责。高级管理层在董事会领导和风险控制委员会指导下，负责全面风险的组织和实施工作。经营层面，公司建立了风险管理三道防线，前台业务部门承担业务相关风险管理的直接责任；中、后台管理部门承担制定风险政策和流程，业务风险评估、日常监测和管理风险的责任；内部审计部承担业务部门和中、后台管理部门履职情况的审计责任。

2 风险控制措施

公司风险管理体制较完善，为开展业务打造了良好基础。

公司对开展担保业务和投资业务建立了较为规范的业务流程及较为完善的制度体系。公司高级管理层下设立业务评审委员会，评审会委员由公司高管人员、中层干部及部分骨干员工构成，同时公司制定了《业务评审会工作规则》，对担保、投资以及新金融项目从会前准备到评审结束之间的各项工作流程进行了规定，对评审工作的操作流程进行严格控制，以确保公司业务决策流程的有效性和决策质量。总经理对评审会通过的项目有最终否决权。

公司将风险防范工作前置，由业务部门负责在保项目的保后管理，并由中台部门协助管理。公司保后管理采取现场检查及非现场检查相结合方式，要求现场检查至少每半年进行一次。在担保项目检查过程中，如出现重大问题，业务部门需及时发出预警信号，视情况提交风险处置方案。

公司把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，采取了多种风险缓释措施：一是在融资结构上尽量设置分期发行或分期还款，逐步缩小风险敞口；二是公司反担保措施有土地房产抵押、高信用等级第三方企业保证反担保、股权质押、存单质押、保证金、连带责任保证等。

在担保业务组合风险管理方面，公司制定了包含集中度指标、担保放大倍数等指标在内的风险管理指标体系，对于业务总量、行业集中度、担保项目及被担保人集中度都有所规定。公司注重风险管理基础设施和信息系统建设，目前已制订较完善的、涵盖客户评级和担保项目评级的内部评级体系，公司 OA 系统和业务管理信息系统已上线使用。

3 担保业务代偿水平

随着前期业务风险充分暴露及风控收紧，2022 年以来公司担保业务无新增代偿，累计代偿率持续下降，但仍处较高水平，需持续关注公司代偿情况及代偿项目后续追偿情况。

随着前期风险充分暴露以及公司风控要求收紧，2022－2023 年，公司已无新增代偿，累计代偿率持续下降。截至 2023 年末，公司累计代偿金额 48.70 亿元，累计担保代偿率为 2.83%，仍处于较高水平。在代偿项目处置方面，公司主要通过法律诉讼等方式进行追偿，2022－2023 年，代偿回收额有所波动。截至 2023 年末，公司累计代偿回收率 35.30%。随着回收处置工作推进及减值计提，公司应收代偿款余额持续下降。截至 2023 年末，公司应收代偿款余额为 13.67 亿元，账面价值为 1.13 亿元。

图表 10 • 公司担保业务代偿与回收情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
当期担保代偿额	5.30	0.00	0.00
当期担保代偿率（%）	2.20	0.00	0.00
累计担保代偿额	48.70	48.70	48.70
累计担保代偿率（%）	3.60	3.14	2.83
当期代偿回收额	2.15	3.13	1.26
累计代偿回收率（%）	26.28	32.72	35.30

资料来源：公司提供，联合资信整理

八、财务分析

公司提供的2021－2022年度财务报告经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2023年度财务报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年财务报告均被出具了无保留的审计意见。

2021－2023年，公司合并范围变动较小，会计政策无重大变更。本报告2021年/2022年度财务数据分别取自2022年/2023年审计报告的上年对比数据。

整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资本结构

2021－2023年末，公司所有者权益变化不大，权益规模很大且稳定性较好；负债规模波动增加，杠杆水平有所波动，处于较低水平。

公司用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金等。2021－2023年末，公司所有者权益变化不大。截至2023年末，公司所有者权益合计73.12亿元，其中实收资本占比98.14%，所有者权益稳定性较好。利润分配方面，2021－2022年公司未针对前一年度利润进行现金分红，2023年公司分红1.00亿元，占上年度净利润的64.34%，整体留存利润对资本补充效果有限。

2021－2023年末，公司负债规模先减后增、波动增长，年均复合增长11.60%。截至2023年末，公司负债总额较上年末增长56.94%，主要系短期借款及卖出回购金融资产增加所致。公司负债主要由准备金、短期借款和卖出回购金融资产构成，2023年末分别占比29.78%、9.54%和45.15%。卖出回购金融资产主要系卖出回购的债券，因债券利率下行，公司增加债券投资杠杆以提高收益水平，2023年末卖出回购金融资产为5.86亿元，较上年末增长191.34%。2021－2023年末，公司全部债务规模先减后增、波动增长，公司全部债务均为短期债务，由短期借款和卖出回购金融资产构成；公司实际资产负债率波动增长。截至2023年末，公司实际资产负债率较上年末增加，但杠杆水平仍较低。

图表11 • 公司负债结构

项目	2021年		2022年		2023年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
担保合同准备金	3.45	33.17	4.09	49.49	3.86	29.78
其中：未到期责任准备金	/	/	1.37	16.60	1.24	9.53
担保赔偿准备金	/	/	2.72	32.90	2.63	20.26
全部债务	3.34	32.07	2.01	24.32	7.09	54.69
其中：短期债务	3.34	32.07	2.01	24.32	7.09	54.69
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他类负债	3.62	34.76	2.16	26.19	2.01	15.53
负债总额	**10.42**	**100.00**	**8.27**	**100.00**	**12.97**	**100.00**
实际资产负债率（%）		**8.33**		**5.08**		**10.58**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2 资产质量

2021－2023年末，公司资产总额波动增加，资产构成以货币资金、投资资产、保理资产等为主，整体资产质量及流动性较好，Ⅰ级、Ⅱ级和Ⅲ级资产结构满足监管要求。

2021－2023年末，公司资产总额波动增加，年均复合增长1.51%。截至2023年末，公司资产总额较上年末增长4.69%，主要系投资资产及应收保理款增加所致，资产构成以货币资金、应收保理款、投资资产及递延所得税资产为主，整体资产质量较好。

公司资产中投资资产占比较高，2023年末占比74.85%，投资资产主要由交易性金融资产、债权投资、买入返售金融资产等构成，具体构成见“投资业务”分析。随着保理规模扩大，2023年末公司应收保理款较上年末大幅增加。随着投资规模及保理业务规模增加，公司闲置资金减少，2023年末货币资金为0.74亿元。公司递延所得税资产规模较大，主要系因前期资产计提大额减值产生。公司其他类资产主要系应收代偿款等，2021－2023年末随着代偿款持续回收及减值计提，公司应收代偿款持续下降。

受限资产方面，截至 2023 年末，公司受限资产合计 8.52 亿元，占资产总额的比重为 9.90%，包括因卖出回购质押的债券 6.57 亿元及因借款质押的定期存款 1.96 亿元，受限资产占比一般。

截至 2023 年末，公司I级资产、I级资产和II级资产之和、III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为 70.45%、70.45%和 16.71%，均满足监管要求。

图表 12 • 公司资产结构（单位：亿元）

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年
资产总额	**83.55**	**82.24**	**86.09**
其中：货币资金	5.85	4.83	0.74
应收保理款	1.98	0.29	9.14
投资资产	57.46	63.62	64.44
递延所得税资产	9.23	9.35	9.69
其他类资产	9.02	4.14	2.08

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

3 盈利能力

2021－2023 年，公司营业收入持续下降，受减值计提规模减少的影响，利润总额波动下降，盈利能力处行业尚可水平。

公司营业收入实现情况详见“经营分析”。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	5.91	4.59	4.26
营业成本	4.03	3.53	2.58
其中：提取担保合同准备金净额（转回以“-”填列）	-2.51	-0.74	-0.09
业务及管理费	1.11	1.59	1.42
信用减值损失	5.34	2.56	1.07
利润总额	1.87	1.06	1.68
总资产收益率（%）	1.89	1.27	1.85
净资产收益率（%）	2.16	1.43	2.11

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2021－2023 年，公司营业成本持续下降，主要系随着公司前期风险逐步处置化解，提取的信用减值损失减少所致。公司营业成本主要由业务及管理费和信用减值损失构成。受担保业务规模下降影响，担保合同准备金持续冲回。

受上述因素影响，2021－2023 年，公司利润总额及主要盈利指标均波动下降。2023 年，公司利润总额同比增长 58.25%，总资产收益率和净资产收益率同比亦有所增长，整体盈利能力处行业内尚可水平。

4 资本充足率及代偿能力

截至 2023 年末，公司净资本规模较大，资本充足性很好，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度很好，代偿能力极强。

公司面临风险主要来源于担保项目的代偿。在发生代偿后，如果不能足额追偿，公司将以自有资本承担相应的损失。公司实际代偿能力主要受其担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估公司可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了公司的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

2021－2023 年末，公司净资本波动增长。截至 2023 年末，公司净资本为 49.11 元，较上年末下降 7.44%，净资本/净资产比率及净资本担保倍数较上年末小幅下降，仍处于较好水平。

联合资信根据公司的担保业务类别与风险特点、再担保责任承担方式以及履行再担保责任条件等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算公司在目标评级下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信估算，经联合资信估算，

2021－2023 年末，公司净资本覆盖率持续上升。截至 2023 年末，公司净资本覆盖率为 227.33%，净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度很好。

图表 14 • 公司资本充足性和代偿能力

项目	2021 年末	2022 年末	2023 年末
净资产（亿元）	73.13	73.97	73.12
净资本（亿元）	45.46	53.06	49.11
净资本担保倍数（倍）	9.31	6.32	5.44
净资本/净资产比率（%）	62.16	71.73	67.16
净资本覆盖率（%）	131.86	192.84	227.33
代偿准备金率（%）	145.10	0.00	0.00

资料来源：公司提供，联合资信整理

5 其他事项

公司间接融资渠道较为通畅，信用记录良好。

截至 2024 年 3 月末，公司获得主要合作银行授信额度合计 40.48 亿元，未使用额度 27.35 亿元；公司融资渠道较为通畅。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2024 年 5 月 8 日查询日，公司无已结清和未结清关注类和不良/违约类贷款。

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，截至 2024 年 6 月 23 日查询日，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2024 年 6 月 23 日查询日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

公司或有负债风险较小。

截至 2024 年 3 月末，除正常担保业务外，公司不存在其他对外担保情况。

截至 2024 年 3 月末，公司且不存在作为被告的重大未决诉讼或仲裁情况。

九、ESG 分析

公司环境风险很小，社会责任履行情况较好，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现尚可，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司所属行业为金融行业，面临的环境风险很小。

社会责任方面，公司依法纳税，2015 年以来均为 A 级纳税人，截至 2023 年末，公司共有员工 116 人。中合担保设立是落实国务院《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，缓解中小企业融资难，发展多层次中小企业金融服务的重要举措，在普惠金融方面，公司积极响应政府政策，积极配合国家战略，提供包括金融产品增信、小微客户和供应链创新金融服务等综合金融服务。

公司未设有专门的 ESG 管治部门或组织。公司治理结构和内控制度较完善，且推行董事会的多元化建设，截至 2023 年末，公司董事会中独立董事占比 1/5，女性董事占比 1/5。

十、外部支持

公司股权结构多元，股东在业务协同、综合授信及管理等方面能给予公司较大支持。

公司股东中既包括政府全资拥有的政策性银行、大型国有企业、民营中小企业，也包括国际知名金融集团和企业，多元化的股权设置有助于中合担保建立现代化的公司治理机制，并打下市场化运营的基础。

2020 年以来，股东中国宝武向公司派驻总经理，并兼任公司董事，并自 2021 年 1 月起代行董事长职权，且中国宝武在业务方面与公司有较多协作，特别是新金融业务方面，中国宝武在产业资源协同、金融资源支持、先进经验输出、综合授信、数据共享等多方面给予了

中合担保大力支持。中国宝武供应链上下游向中合担保全面开放，双方已经在多个环节开展深入业务交流与协同，共同探索创新业务发展机会；其体系内金融机构与中合担保广泛开展业务探讨与协同合作，支持公司帮助解决供应链上的中小企业金融服务需求；向公司输出其在供应链管理、供应链金融服务等各方面的先进管理经验；中国宝武多家子公司向公司共享信息数据，深度开展合作，支持公司业务发展。同时，宝武财务公司给予公司 10.00 亿元新金融综合业务授信额度。

其他股东中国进出口银行、海宁宏达、西门子（中国）有限公司等在同业合作交流、风险防范处置、合规文化建设、产业链及供应链资源协同、业务拓展渠道等方面也持续向公司提供支持。

十一、评级结论

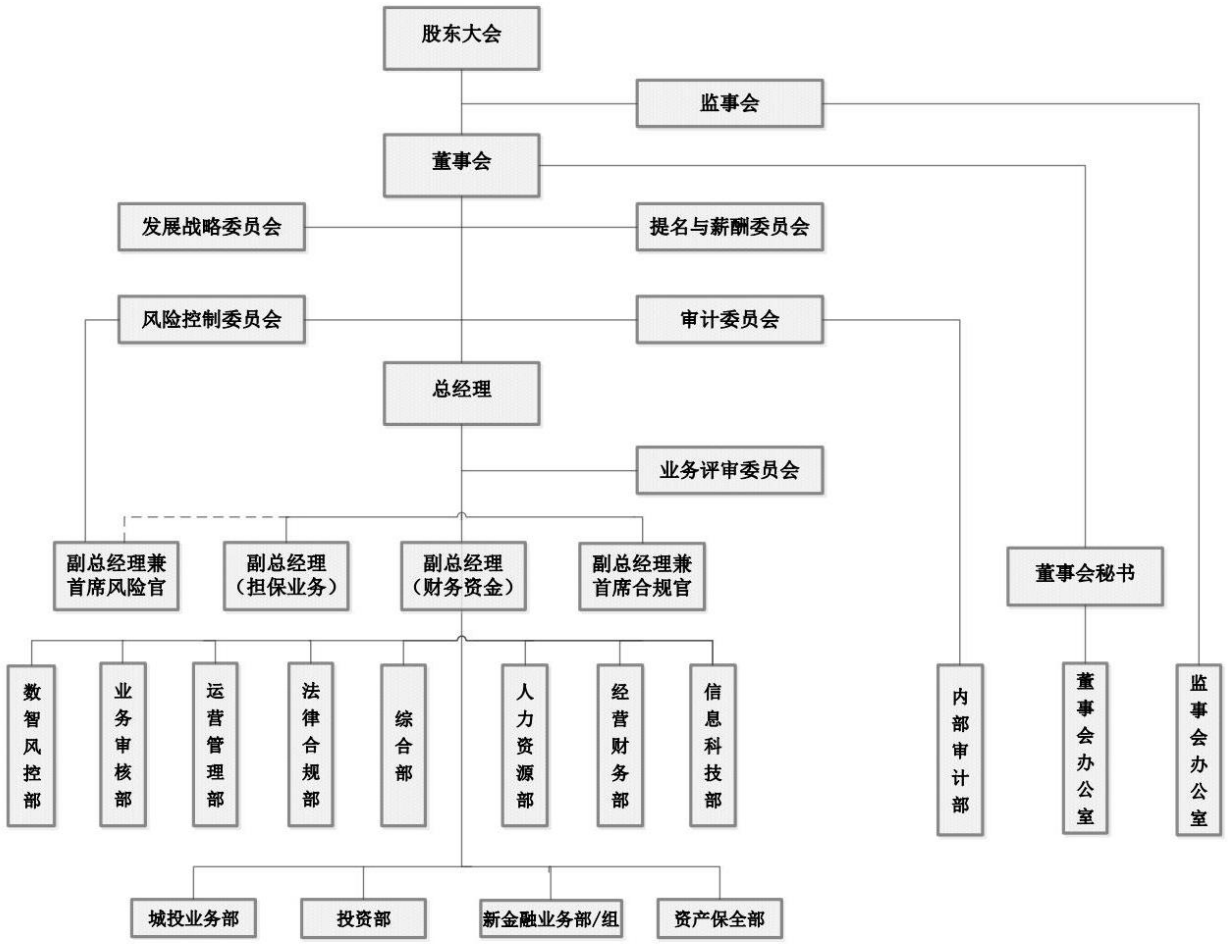
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）

股东名称	股份数额（万元）	持股比例（%）
海航科技股份有限公司	191040	26.62
宏达控股集团有限公司	127600	17.78
海航资本集团有限公司	120000	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	105000	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	68000	9.47
中国进出口银行	50000	6.97
西门子（中国）有限公司	35000	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	21000	2.93
合计	**717640**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 1-2　公司组织架构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 2　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
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%
单一客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额×100%
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额×100%
担保合同准备金	未到期责任准备金+担保赔偿准备金
各项风险准备金之和	未到期责任准备金+担保赔偿准备金+一般风险准备金
当期担保代偿率	当期担保代偿额/当期解保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计解保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计担保代偿额×100%
费用收入比	业务及管理费/营业总收入×100%
总资产收益率	净利润/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
净资本	经调整的资产－经调整的负债
融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/（净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资）
净资本担保倍数	期末担保责任余额/净资本
实际资产负债率	（负债总额-未到期责任准备金-担保赔偿准备金）/资产总额×100%
净资本/净资产比率	净资本/净资产×100%
净资本覆盖率	净资本/担保业务组合风险价值×100%
代偿准备金率	当期代偿额/期末各项风险准备金之和×100%

附件 3-1　主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 3-2　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。