

**新昌县城市建设投资集团有限公司**  
**及其发行的 21 新昌债 01 与 21 新昌债 02**  
**跟踪评级报告**

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2022]100767】

**评级对象:** 新昌县城市建设投资集团有限公司及其发行的 21 新昌债 01 与 21 新昌债 02

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
21 新昌债 01	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 28 日	AA/稳定/AA+/2021 年 6 月 30 日	AA/稳定/AA+/2020 年 10 月 22 日
21 新昌债 02	AA/稳定/AA+/2022 年 6 月 28 日	--	AA/稳定/AA+/2021 年 7 月 19 日

### 主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司数据:</b>			
货币资金	8.69	10.19	5.49
刚性债务	11.00	41.70	94.52
所有者权益	34.85	38.61	37.71
经营性现金净流入量	-8.41	-30.10	-55.36
<b>合并数据及指标:</b>			
总资产	210.10	299.97	418.05
总负债	132.01	181.19	236.75
刚性债务	124.93	166.72	218.12
所有者权益	78.10	118.78	181.30
营业收入	12.83	17.58	23.67
净利润	1.17	1.20	0.98
经营性现金净流入量	-20.70	-35.38	-41.10
EBITDA	3.00	3.68	4.81
资产负债率[%]	62.83	60.40	56.63
长短期债务比[%]	142.25	175.03	239.20
营业利润率[%]	9.44	7.49	4.61
短期刚性债务现金覆盖率[%]	55.86	53.36	49.49
营业收入现金率[%]	90.48	97.63	103.36
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-20.46	-26.16	-25.09
EBITDA/利息支出[倍]	0.35	0.56	0.48
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.03	0.02
<b>担保人数据(合并口径): 2019 年 2020 年 2021 年</b>			
所有者权益合计	219.37	292.59	393.56
权益资本与刚性债务余额比率[%]	65.10	59.08	58.58
担保比率[%]	21.36	20.34	10.76

注: 发行人数据根据新昌城投经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算, 发行人 2020 年数据采用 2021 年审计报告期初数。担保方数据根据新昌投资经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算, 担保方 2020 年数据采用 2021 年审计报告期初数。

### 分析师

李艳晶 liyj@shxsj.com  
罗媛媛 lyy@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
<http://www.shxsj.com>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对新昌县城市建设投资集团有限公司(简称新昌城投、发行人、该公司或公司)及其发行的 21 新昌债 01 与 21 新昌债 02 的跟踪评级反映了 2021 年以来新昌城投在区域环境、政府支持、债券担保增信等方面保持优势, 同时也反映了公司在债务偿付、资产流动性、盈利能力、或有负债风险及募投项目收益的不确定性等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **区域经济持续发展。**新昌县工业基础较好, 目前已形成装备制造和生物医药两大支柱产业, 跟踪期内工业发展较快, 为新昌城投各项业务的开展提供了良好的外部环境。
- **政府支持力度较大。**新昌城投是新昌县重要的基础设施和土地开发投建主体, 跟踪期内, 公司获得股东较大规模增资, 且政府补助仍为公司盈利的主要来源。
- **担保增级。**21 新昌债 01 与 21 新昌债 02 均由股东新昌投资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 跟踪期内担保持续有效, 一定程度上提升了本期债券还本付息的安全性。

#### 主要风险:

- **债务规模大幅扩张, 债务负担重。**新昌城投主要通过借款进行项目建设, 跟踪期内, 公司项目建设支出持续扩大, 且回款滞后, 公司债务规模大幅扩张, 债务负担重。目前公司在建项目资金需求仍较大, 预计债务规模将持续增大。
- **资产流动性较弱。**新昌城投流动资产主要由项目投入及应收往来款构成, 跟踪期内公司项目建设投入规模持续增长, 项目资金回笼滞后;

应收往来款资金占用规模较大且持续增大，回款时间尚不确定。

- **盈利能力较弱。**新昌城投营业收入主要来源于贸易业务，但贸易业务毛利率较低，对公司盈利贡献较为有限，同时污水处理业务亏损较大，盈利依赖于政府补助。
- **或有负债风险。**新昌城投对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。
- **募投项目收益的不确定性。**本次跟踪评级债券募投项目尚未完工，需关注项目实施进展及未来项目收益实现情况。

### ➤ 未来展望

通过对新昌城投及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 新昌县城市建设投资集团有限公司 及其发行的 21 新昌债 01 与 21 新昌债 02

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2021 年新昌县城市建设投资集团有限公司公司债券（第一期）及 2021 年新昌县城市建设投资集团有限公司公司债券（第二期）（分别简称“21 新昌债 01”及“21 新昌债 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据新昌城投提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对新昌城投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2021 年 4 月发行了规模为 6 亿元的企业债“21 新昌债 01”，票面利率为 5.68%，期限为 7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。公司又于 2021 年 8 月在额度内续发规模为 10 亿元的企业债“21 新昌债 02”，票面利率为 5.10%，期限为 7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。上述债券均由浙江省新昌县投资发展集团有限公司（简称“新昌投资”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，跟踪期内担保持续有效。截至 2022 年 4 月末，“21 新昌债 01”募集资金已使用完毕，其中 2.1 亿元用于新昌县棣山新民片区地下综合管廊建设项目（简称“综合管廊项目”）建设、1.5 亿元用于新昌县农副产品交易物流中心建设项目（简称“农副产品物流中心项目”）建设、2.4 亿元用于补充公司营运资金。截至 2022 年 4 月末，“21 新昌债 02”募集资金已使用完毕，其中 8.4 亿元用于综合管廊项目建设、1.6 亿元用于补充公司营运资金。

综合管廊项目计划总投资为 15.07 亿元，拟在棣山新民片区的 13 条主要道路下建设总长度为 35 公里的城市综合管廊（建设内容包括综合管廊廊体建设，以及供电、照明、排水、通风、消防以及监控与通讯系统等附属工程），项目已于 2021 年 1 月开工，截至 2022 年 4 月末已投资 12.1 亿元。农副产品物流中心项目计划总投资为 3.98 亿元，建设地点位于新昌县城南乡蒿口畈地块，规划建设用地面积 2.80 万平方米，总建筑面积 5.70 万平方米，建设内容主要包括市场（含商业、配套商业、餐饮、装卸区等）2.85 万平方米、酒店和办公楼 1.59 万平方米、地下机动车库 1.11 万平方米；项目已于 2020 年 4 月开工，截至 2022 年 4 月末已投资 2.43 亿元。

截至 2022 年 6 月 14 日，该公司未到期债券概况如下表，债券还本付息情况正常。

**图表 1. 公司未到期债券概况**

证券名称	发行日期	发行期限	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	票面利率 (当期)%	证券类别
20 新集 01	2020-10-16	3+2	10.00	10.00	5.69	私募债
20 新集 02	2020-11-18	3+2	3.20	3.20	5.28	私募债

证券名称	发行日期	发行期限	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	票面利率 (当期)%	证券类别
21 新水 01	2021-01-20	3	6.00	6.00	5.50	私募债
21 新集 01	2021-03-11	3+2	6.80	6.80	5.30	私募债
21 新昌债 01	2021-04-28	5+2	6.00	6.00	5.68	一般企业债
21 新昌债 02	2021-08-18	5+2	10.00	10.00	5.10	一般企业债
21 新昌城投 PPN001	2021-11-30	3+2	5.00	5.00	4.30	定向工具
22 新集 01	2022-03-28	3	4.00	4.00	3.86	私募债
合计	--	--	51.00	51.00	--	--

资料来源：Wind（截至 2022 年 6 月 14 日）

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、



产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## （2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，

提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将继续保持。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。具体来看，2017年至2018年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018年下半年至2019年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。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》（国发[2021]5号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债券发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

### （3）区域经济环境

新昌县位于长三角经济圈内，工业基础较好，目前已形成装备制造和生物医药两大支柱产业，此外通用航空、信息经济等新兴产业同步发展。2021年，新昌县工业发展提速，带动当年全县经济较快增长。

新昌县地处浙江省东部，隶属绍兴市，东邻宁波、南界台州、西接金华、北通杭州。新昌县内山林面积为 131.3 万亩，占土地总面积的 71.7%，是一个以山林、旱地为主的山区丘陵区，具有“八山半水分半田”的地貌特征，森林覆盖率保持在 68% 以上，境内河流水质达到 II 类水，空气优良率 91% 以上，获评全国“绿水青山就是金山银山”实践创新基地、“国家生态文明建设示范县”。截至 2021 年末，新昌县总人口 43.02 万人，下辖 12 个乡镇（街道）。

新昌县地理位置较好，但多年来受限于铁路、空运交通短板，区域经济一直未能融入长三角一小时交通圈。“十三五”期间，杭绍台高速新昌段、上三高速新昌南互通、梅澄公路改建工程、江拔线改建工程、青山大桥至南复线连接线、天姥大桥、南岩隧道、泉清至五丰隧道等建成通车。随着浙江省大湾区、大通道、大花园、大都市区战略的加快实施，尤其是杭绍甬一体化进程的加快推进，新昌县作为战略连接点和桥头堡的区位优势越来越突出，目前正全力推进交通工程建设，杭绍台高速、杭绍台高铁已于 2021 年建成通车，金甬铁路计划将在 2022 年建成通车，届时新昌将全面融入杭州、宁波“1 小时交通圈”，交通区位将实现根本转变，同时当地经济或将进一步受益。

2021 年，新昌县工业发展提速，当年全县地区生产总值为 517.40 亿元，同比增速为 8.2%。从产业结构看，新昌县地区生产总值主要由第二、三产业构成，2021 年增加值分别为 260.99 亿元和 232.83 亿元，分别同比增长 9.3% 和 7.7%，三次产业结构比为 4.6:50.4:45.0。2022 年一季度，新昌县完成地区生产总值 122.02 亿元，同比增长 5.0%。

**图表 2. 2019-2021 年新昌县主要经济指标及增速**

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	451.46	6.3	461.46	2.7	517.40	8.2	122.02	5.0
其中：第一产业增加值 (亿元)	22.10	2.2	22.41	2.2	23.58	2.4	3.56	1.7
第二产业增加值 (亿元)	223.80	5.6	221.20	1.3	260.99	9.3	60.95	7.3
第三产业增加值 (亿元)	205.56	7.8	217.85	4.5	232.83	7.7	57.51	2.9
工业增加值 (亿元)	197.86	6.4	194.03	1.4	232.21	10.9	--	--
固定资产投资 (亿元)	147.46	-3.3	134.17	-1.4	--	6.2	--	--
城镇居民人均可支配收入 (元)	60167	8.0	62833	4.4	68710	9.4	--	--
社会消费品零售总额 (亿元)	205.66	10.4	166.01	-2.5	182.74	10.1	22.04	9.3
三次产业结构比例	4.9:49.6:45.5		4.9:47.9:47.2		4.6:50.4:45.0		--	

资料来源：2019-2021 新昌县国民经济和社会发展统计公报

新昌县工业基础较好，2021 年工业增加值为 232.21 亿元，按可比价计算，增长 10.9%。目前，新昌县已形成以生产药品、药用胶丸为主的医药化工业和以制造纺织机械、数控机床、轴承、柴油机、摩托车（轿车）铝轮、制冷配件为主的机械制造业两大支柱产业。新昌县为全国优秀医药产业基地，现已有浙江医药、新和成、京新药业三家上市医药企业，其中浙江医药和新和成的维生素 E 产量占全球 45%；新昌县制冷配件生产企业近 300 家，其中三花控股集团是国家级高新技术企业，是全国最大的制冷配件生产企业，其生产的四通阀、电磁阀、电子膨胀阀等产品市场占有率均为全球第一。汽车零部件龙头骨干企业万丰奥特控股集团年产铝合金轮毂 2000 多万套，是亚洲最大的轮毂生产基地。



此外新昌县通用航空、信息经济等产业快速发展，万丰航空小镇入第三批省级特色小镇创建名单和全省首批培育类高新技术特色小镇名单，省级特色小镇-智能装备小镇被评为省级特色优秀小镇。2021年，5家企业入围全省高新技术企业创新能力百强，创新指数位居全省第二位，捧得全省首批“科技创新鼎”。新增国家专精特新“小巨人”企业3家、产值超亿元企业29家、省级“隐形冠军”企业2家。2021年，新昌县经开区和高新区两大园区完成整合，高新园区连续两年入围全省高新区亩均效益领跑者名单。招商选资成效明显，签约汽车电子产业集聚园、电子信息产业总部等亿元以上项目32个，总投资超200亿元。目前新昌县共有上市公司14家。2021年度全国投资潜力百强县市榜单中，新昌县位居第68位，是绍兴市唯一跻身百强的县市。

新昌县旅游资源较为丰富，县内AAAA级景区包括天姥山国家级风景名胜区和大佛寺、穿岩十九峰、达利丝绸等。2021年，全县成功创建全国全域旅游标准化服务示范县，新昌5A级景区区域入选全省首批16颗大花园“耀眼明珠”。推进创建3A级旅游景区，浙东唐诗文化园项目（鼓山公园）顺利通过资源评估，列入创建名单，台格服饰成功创建省五星级购物场所。

2021年，新昌县固定资产投资增长6.2%，增速较上年提升7.6个百分点。分产业看，当年第二产业投资增长18.0%、第三产业投资增长2.0%；重点领域看，民间投资下降4.4%、交通投资增长62.4%、生态环保和公共设施投资下降30.7%、高新技术产业投资增长33.9%。当年全县新引进亿元以上项目28个，总投资达117亿元，争取省级重点项目11个，资金86.52亿元。

**图表3. 2019-2021年新昌县主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）**

指标	2019年		2020年		2021年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
工业	32.44	-3.7	34.40	6.0	--	--
基础设施	50.74	12.7	43.43	-14.4	--	--
房地产	39.22	-21.7	42.92	9.4	36.02	-16.1

资料来源：新昌县国民经济和社会发展统计公报，新昌县统计局

2021年，随着房地产调控政策出台，全县房地产开发投资同比下降16.1%，当年完成36.02亿元。但商品房销售维持较高热度，当年全县商品房销售额完成72.17亿元，同比增长13.5%，销售均价同比上升。

**图表4. 2019-2021年新昌县房屋建设、销售情况**

指标	2019年		2020年		2021年	
	面积/金额	增速（%）	面积/金额	增速（%）	面积/金额	增速（%）
房屋施工面积（万平方米）	313.09	24.8	328.72	5.0	--	--
房屋竣工面积（万平方米）	29.47	-34.3	31.16	5.8	--	--
商品房销售面积（万平方米）	74.19	-7.4	74.57	0.5	71.80	-3.7
商品房销售额（亿元）	56.39	-8.4	63.57	12.7	72.17	13.5

资料来源：新昌县国民经济和社会发展统计公报

2021年，新昌县土地出让总价为72.55亿元，其中住宅用地及综合用地（含住宅）出让总价占比为69.01%。新昌县住宅及综合用地（含住宅）用地出让均价增长较快，2021

年分别增至 12861.90 元/平方米和 14804.89 元/平方米。2021 年，新昌县工业用地出让面积为 92.56 万平方米，由于土地受让单位中优质企业较多，且出于招商引资的目的，一般出让价格相对优惠。2022 年第一季度，新昌县土地出让总价为 3.19 亿元，主要来源于工业用地。

**图表 5. 2019-2021 年新昌县土地市场交易情况**

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
<b>土地出让总面积（万平方米）</b>	<b>125.85</b>	<b>150.29</b>	<b>153.62</b>	<b>32.48</b>
其中：工业用地出让面积（万平方米）	67.29	60.98	92.56	30.81
住宅用地出让面积（万平方米）	20.44	52.34	1.47	0.72
商业/办公用地出让面积（万平方米）	21.04	19.66	12.31	0.73
综合用地（含住宅）出让面积（万平方米）	7.92	9.77	32.54	--
其他用地出让面积（万平方米）	9.15	7.54	14.74	0.23
<b>土地出让总价（亿元）</b>	<b>17.46</b>	<b>67.41</b>	<b>72.55</b>	<b>3.19</b>
其中：工业用地出让总价（亿元）	2.60	2.41	3.78	2.17
住宅用地出让总价（亿元）	10.21	39.94	1.89	0.25
商业/办公用地出让总价（亿元）	1.26	9.37	7.79	0.60
综合用地（含住宅）出让总价（亿元）	2.87	7.78	48.18	--
其他用地出让总价（亿元）	0.51	7.91	10.92	0.17
<b>土地出让均价（元/平方米）</b>	<b>1387.41</b>	<b>4485.52</b>	<b>4722.72</b>	<b>983.56</b>
其中：工业用地出让均价（元/平方米）	386.95	396.00	407.92	705.74
住宅用地出让均价（元/平方米）	4996.62	7630.32	12861.90	3409.72
商业/办公用地出让均价（元/平方米）	599.43	4764.10	6325.59	8280.82
综合用地（含住宅）出让均价（元/平方米）	3621.96	7966.91	14804.89	--
其他用地出让均价（元/平方米）	558.88	10492.55	7409.84	7400.00

资料来源：中指数据库

## 2. 业务运营

该公司是新昌县重要的基础设施和土地开发投建主体，跟踪期内，公司项目建设支出持续扩大，且回款滞后，公司存货已积累至较大规模；目前公司在建项目资金需求仍较大，未来投融资压力将持续上升。同时公司还开展物资销售、工程结算、水务等经营性业务，其中水务相关业务依赖政府补助弥补亏损，物资销售业务对公司营业收入贡献较大，但盈利空间有限。

跟踪期内，该公司仍为新昌县重要的基础设施建设投融资平台，主要负责新昌老城区及七星新区部分区域内的土地一级整理开发、基础设施项目建设。同时公司还开展物资销售、工程结算、水务等经营性业务，其中水务相关业务依赖政府补助弥补亏损，物资销售业务对公司营业收入贡献较大，但盈利空间有限。

2021 年，该公司营业收入同比大幅增长 34.67% 至 23.67 亿元，主要系物资销售业务收入增幅较大，当年收入占公司营业收入的 78.84%，但盈利空间有限，2021 年毛利率为 1.32%。工程代建和工程结算业务收入受项目周期及结算时点影响有所波动，2021

年均有所增长，分别确认 1.47 亿元和 0.87 亿元。租赁业务收入同比大幅增长 184.89% 至 0.74 亿元，主要系 2020 年以来新划入房产出租面积增加。当年公司水务相关业务收入均有所增长，但持续亏损，较为稳定的政府专项补助能形成一定补足。

**图表 6. 2019-2021 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元，%）**

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>128342.14</b>	<b>100.00</b>	<b>175777.75</b>	<b>100.00</b>	<b>236714.03</b>	<b>100.00</b>
工程代建	3027.52	2.36	7293.58	4.15	14725.19	6.22
工程结算	6986.61	5.44	5232.77	2.98	8679.56	3.67
租赁服务	3100.39	2.42	2607.27	1.48	7427.83	3.14
自来水销售	6348.92	4.95	5980.87	3.40	8041.73	3.40
污水处理费	3629.46	2.83	3322.12	1.89	4459.08	1.88
电力销售	1211.27	0.94	1271.60	0.72	1728.17	0.73
物资销售	101043.67	78.73	146421.70	83.30	186634.74	78.84
其他	2994.29	2.33	3647.84	2.08	5017.73	2.12
<b>毛利率</b>		<b>-3.69</b>		<b>-3.45</b>		<b>0.77</b>
工程代建		8.02		8.09		4.63
工程结算		23.63		16.97		8.63
租赁服务		36.11		64.64		87.63
自来水销售		-18.88		-21.41		-0.36
污水处理费		-272.31		-372.73		-261.94
电力销售		24.83		11.60		62.07
物资销售		1.33		1.57		1.32
其他		56.55		54.42		41.00

资料来源：新昌城投

## （1）基础设施建设业务

### ➤ 土地开发业务

跟踪期内，该公司土地整理业务仍主要由公司本部及下属子公司新昌县城市开发建设有限公司（简称“新昌城开”）负责实施，土地整理区域范围包括新昌县老城区及七星新区部分区域，主要涉及农用地转用、征用、拆迁、补偿、人员安置、场地平整及城市配套建设等工作。公司土地开发整理投入资金主要来源于公司自有资金及外部融资，土地整理完成达到出让条件后，交由土储中心进行挂牌出让，公司每年根据新昌县人民政府下达的年度计划进行土地征收、房屋拆迁和土地出让。

截至 2021 年末，该公司存货中土地开发业务已投入未回款金额约 50 亿元，尚未确认收入。目前公司一级开发土地范围内待整理土地面积仍较多，但受制于土地指标获取及有限的地方财力、财政拨款计划等因素影响，后续土地出让规模和时点具有不确定性。

### ➤ 棚户区改造业务

该公司棚改业务主要集中在新昌县老城区，由子公司新昌城开负责，目前在建项目主要为岙桥里、里江区块棚改项目。其中，岙桥里区块对老旧住宅等建筑物进行棚户区

改造及土地整理，涉及户数 1015 户、总建筑面积 11.91 万平方米；里江区块项目总面积 41.18 亩，涉及 512 户，改造建筑面积 5.82 万平方米，新建建筑面积 4.72 万平方米。上述两个棚改项目由公司筹集建设资金，合计计划总投资 27.14 亿元，截至 2021 年末已完成投资 27.79 亿元，后续回款方式和回款时间尚不确定。

**图表 7. 截至 2021 年末公司主要负责棚改项目情况（单位：亿元）**

项目名称	开发期间	总投资额	截至 2021 年末已投资
乔桥里区块棚改项目	2017 年-2021 年	19.53	20.23
里江北历史文化街区项目 <sup>1</sup>	2019 年-2022 年	7.61	7.56
合计	--	27.14	27.79

资料来源：新昌城投

### ➤ 工程代建业务

跟踪期内，该公司仍在新昌县内从事基础设施建设业务，主要由公司本部以及子公司新昌城开、新昌县城市建设投资发展有限公司（简称“城投发展公司”）负责。公司基础设施建设业务主要采用委托代建模式运营，公司按照委托方的要求建设基础设施项目，竣工结算后移交给委托方，由委托方按照代建协议进行结算，结算总额以项目成本加成一定比例的方式确定，结算款则根据协议约定一期或分期支付。

2021 年，城防二期北岸区块拆迁工程、城防二期南岸综合建设工程完工移交，根据工程结算单，公司确认工程代建收入 1.47 亿元，结转成本 1.40 亿元，收入当年已全部回款。

目前该公司主要在建基础设施项目包括鼓山公园拆迁项目、人民路西延项目、下司巷旧城区改建项目、104 国道与新蟠线连接工程等，计划总投资 68.86 亿元，截至 2021 年末已完成投资 43.35 亿元，未来项目投资压力较大。

**图表 8. 截至 2021 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资 <sup>3</sup>
鼓山公园拆迁项目	18.34	10.76
城北大桥至城东大桥二期	2.92	2.69
新昌县拆建房合作社	1.74	1.54
眉岱填埋场工程	4.50	3.07
人民路西延项目	6.89	6.85
连接线项目	3.88	4.74
湖滨一路延伸工程项目	3.00	3.21
下司巷旧城区改建项目	12.05	5.22
人民东路东延道路建设工程	0.91	1.05
新昌县建设技术服务中心	2.88	1.16
104 国道与新蟠线连接工程	11.75	3.06

<sup>1</sup> 里江北历史文化街区项目包括拆迁和建设两部分，此处仅为拆迁部分。

<sup>2</sup> 部分项目为已完工未结算状态。

<sup>3</sup> 包括资本化利息支出，部分已超过计划总投。

项目名称	计划总投资	已投资 <sup>3</sup>
合计	68.86	43.35

资料来源：新昌城投

## (2) 工程结算

2021 年，该公司工程结算业务由下属子公司新昌县城乡市政园林建设有限公司、新昌县公共设施管理有限公司、新昌县沃洲水业工程有限公司、新昌县城镇污水治理有限公司负责，主要为新昌县的绿化工程、绿环养护工、旧城改造工程和水务工程等。委托方较为分散，包括新昌县七星新区发展有限公司、新昌县西桥弄自来水有限公司等。公司根据结算报告上价格与委托单位进行收益结算，2021 年公司确认工程结算业务收入 8679.56 万元，毛利率为 8.63%。

## (3) 水务相关业务

### ➤ 自来水销售

该公司水务业务主要由子公司新昌县水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责。水务集团负责新昌城区内供水、制水、排水任务。截至 2021 年末，水务集团拥有 3 个自来水厂，12 座增加站，供水管网总长 998 公里，净水供水能力 14 万吨/日，供水业务实现新昌城区 150 平方公里面积全覆盖，服务人口约 30 万人。2021 年，水务集团实现供水量 4213 万吨，当年 2 月起供水价格上调，公司全年确认自来水销售收入 8041.73 万元，同比增长 34.46%；当年毛利率为-0.36%，亏损缩窄。

### ➤ 污水处理业务

水务集团还负责新昌城区区的污水收集、输送和处理工作，由管网运送到嵊州后，由绍兴市嵊新首创污水处理有限公司、绍兴市首创污水处理有限公司、嵊州市君集污水深度处理有限公司负责处理。截至 2021 年末，水务集团污水处理规模达 22.5 万吨/日，污水输送主管道 53 公里、污水泵站 7 座，日提升总量为 14.4 万吨/日，污水排放标准为国内一级 A 标。2021 年处理污水约 2847 万吨，当年 2 月起污水处理价格上调，当年公司实现污水处理收入 4459.08 万元，同比增长 34.22%；当年毛利率为-261.94%，亏损仍较大。

### ➤ 水利发电业务

水利发电主要由水务集团下属子公司新县长诏水电发展有限公司和新昌县东门水电开发有限公司负责，发电后入国家电网，由新昌县电力公司统一输送给居民。水库电站年平均发电量为 2170 万千瓦时，入网电量根据水库水量和电力公司需求波动较大，2021 年电价为 0.48 元/千瓦时，发电成本为支付的水资源费及人工成本。2021 年，公司实现电力销售业务收入 1728.17 万元，同比增长 35.90%，收入增长主要系当年水量较充沛使得发电量增加，毛利率为 62.07%。

### ➤ 水务工程

为配合水务相关业务正常运营，水务集团自建部分水务工程。截至 2021 年末，公司主要在建水务项目包括新昌县农村饮用水达标提标工程、长诏水库引水复线工程、大



明市新区经黄泽镇至嵊新污水厂污水管道铺设工程和长诏水库引用水源地保护区农村生活污水处理终端提标改造工程，计划总投资 7.73 亿元，截至 2021 年末已投资 2.51 亿元，建设资金主要通过水费及污水处理费平衡。

**图表 9. 截至 2021 年末公司主要在建水务项目情况（单位：亿元）**

项目名称	建设内容	计划总投资	开工时间	截至 2021 年末已投资	资金平衡方式
新昌县农村饮用水达标提标工程	城市管网延伸及乡镇水厂扩面	4.44	2019 年	1.61	收取水费及污水处理费
长诏水库引水复线工程	长诏水库至棣山泵站的原水管道建设	1.79	2020 年	0.47	收取原水费
大明市新区经黄泽镇至嵊新污水厂污水管道铺设工程	大明市新区经黄泽镇至嵊新污水处理厂污水管道铺设工程	1.30	2020 年	0.33	收取污水费
长诏水库引用水源地保护区农村生活污水处理终端提标改造工程	长诏水库引用水源地保护区农村生活污水处理终端提标改造工程	0.20	2021 年	0.10	--
<b>合计</b>	--	<b>7.73</b>	--	<b>2.51</b>	--

资料来源：新昌城投

#### （4）物资销售业务

该公司物资销售业务主要由子公司新昌县立成商贸有限公司、新昌县和沃商贸有限公司负责，物资销售品种主要包括钢材、电解铜、煤等。公司通过投标或客户委托获取业务，根据客户需求，由公司先行购入买商品，委托运输公司运至交货地点。2021 年，公司上游供应商较为集中，主要为宁波宝都商贸有限公司、宁波大榭开发区京都物资有限公司、浙江企坤钢铁有限公司等，下游客户较为分散。盈利模式方面，公司主要利用自身集中采购的议价能力赚取上下游客户之间差价实现盈利。2021 年，公司钢材销量大幅增加，当年公司物资销售收入同比大幅增长 27.46% 至 18.66 亿元，毛利率为 1.32%。截至 2021 年末，公司应收货款 6.18 亿元，无待售货物成本。

**图表 10. 2021 年物资销售业务主要供应商明细（单位：亿元，%）**

供应商名称	商品种类	结转成本金额
宁波宝都商贸有限公司	钢材	11.10
宁波大榭开发区京都物资有限公司	电解铜	1.99
浙江企坤集团有限公司	钢材	1.90
上海矿彬实业有限公司	煤	0.32
郑粮物流（江苏）有限公司	煤	0.30
<b>合计</b>	--	<b>15.61</b>

资料来源：新昌城投

**图表 11. 2021 年物资销售业务主要客户明细（单位：亿元，%）**

客户名称	商品种类	确认收入金额
沿海西本供应链南通有限公司	钢材	2.72
浙江盛赢金属材料有限公司	钢材	1.81
宁波航津实业有限公司	电解铜	1.34
常州中天浩云供应链有限公司	钢材	0.92

客户名称	商品种类	确认收入金额
中国建筑一局（集团）有限公司	钢材	0.56
合计	--	7.35

资料来源：新昌城投

## (5) 其他

### ➤ 自建自营项目

为配合相关业务顺利开展，该公司通过自筹资金进行项目建设。截至 2021 年末，公司自建自营项目主要包括新昌县棣山新民片区地下综合管廊建设项目、新昌县农副产品交易物流中心建设项目、建业大厦工程等，年末上述项目合计已完成投资 16.47 亿元。

**图表 12. 截至 2021 年末公司主要在建自建自营项目<sup>4</sup>情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	2021 年末已投资	资金平衡方式
新昌县棣山新民片区地下综合管廊建设项目	15.07	11.90	管线入廊费用、相关的维护费用
新昌县农副产品交易物流中心建设项目	3.98	2.33	建成商业、仓储、办公用房及酒店等物业出租收入。广告位出租收入及停车位出租收入
垃圾综合利用项目 <sup>5</sup>	1.50	0.51	制造新型墙体材料对外销售
建业大厦 <sup>6</sup>	3.50	1.73	建成物业出租收入
合计	24.05	16.47	--

资料来源：新昌城投

### ➤ 租赁服务业务

房屋租赁主要为该公司自持房产用于出租，出租标的主要包括体育中心、企业事业单位办公楼、医院、学校、商铺、脚手架、环卫车等，大部分出租房产主要是统一与新昌县新资商业管理有限公司签订出租协议进行结算，小部分房产为公司直租。2021 年租赁收入同比大幅增长 184.89% 至 0.74 亿元，主要系 2020 年以来新划入房产出租面积增加。

### ➤ 停车场经营

2021 年，该公司确认停车费收入 1345.91 万元，同比增长 52.01%。公司停车费收入主要来源于子公司新昌县创新智能停车管理有限公司（简称“智能停车管理公司”）。根据新昌县人民政府办公室抄告单第 104 号，新昌县人民政府将县内 1 万个停车位的 30 年经营使用权<sup>7</sup>作为国有资本投入智能停车管理公司，由公司负责对划入停车位进行管理收费。

<sup>4</sup> 水务工程已在报告前文列示，此表不重复列示。

<sup>5</sup> 2019 年 8 月，该公司出资 510 万元购买新昌县国炜新型墙体材料有限公司 51% 股权。公司计划出资 1.50 亿元在拔茅村建设厂房及购买设备（即“垃圾综合利用项目”）。

<sup>6</sup> 建业大厦工程总建筑面积 4.83 万平方米，包括地上建筑 25 层（3.60 万平方米）、地下建筑 2 层（1.23 万平方米）。

<sup>7</sup> 划入时，根据新昌中大资产评估事务所出具的评估报告（新中大评字（2019）第 520 号），上述划入停车位经营权评估价为 8.08 亿元。

## 管理

跟踪期内，该公司高管发生变动，公司股权结构、产权状况、组织架构保持稳定。

跟踪期内，该公司仍由新昌投资全资持股，公司实际控制人为新昌县人民政府。公司组织架构、管理制度未发生重大变动。

2021年9月，经该公司股东决定，免去周建瑛董事职位、免去张平监事职位，任命张军江为公司董事、张吕莉为公司监事。张军江历任新昌县建设工程质量安全监督站站长、公司副总经理等职务；张吕莉曾就职于新昌县规划局档案室、子公司新昌城开综合科、公司行政部等。

根据2022年6月8日国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，该公司本部不存在重大异常情况。

根据该公司提供的公司本部（2022年5月16日）、水务集团（2022年5月16日）《企业信用报告》，上述公司未结清借款信贷记录正常<sup>8</sup>。

## 财务

跟踪期内，该公司盈利能力较弱，利润主要来源于政府补助。2021年以来，公司项目建设支出持续扩大，且回款滞后，公司债务规模大幅扩张，债务负担重；得益于较大规模水库资产划入，年末公司资产负债率有所下降。但公司流动资产主要由项目投入及应收往来款构成，项目资金回笼滞后，应收往来款回款时间尚不确定，资产流动性较弱。此外，公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

### 1. 公司财务质量

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的2021年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其应用指南和准则解释的规定。

由于多家子公司股权于2021年无偿划入该公司，属于同一实际控制下企业合并，公司2021年审计报告调整年初数，此外审计对前期会计差错进行更正，故本次评级公司2020年财务数据采用2021年年初数。

2021年，该公司新增8家子公司，包括同一控制下合并新昌县水利工程建设有限公司（简称“水利工程公司”）、新昌县石城水利建设有限公司（简称“石城水利公司”）、新昌县东门水电开发有限公司、新昌县二门水电开发有限公司、新昌县远晟水利工程有限公司、新昌城投浙石油综合能源销售有限公司等6家子公司，新设立新昌县城投油品销售有限公司<sup>9</sup>和新昌县城市市政建设运维有限公司<sup>10</sup>；当年处置1家子公司，以1.64亿

<sup>8</sup> 水务集团已结清借款中有9笔关注类，已于2000-2007年期间正常还款。

<sup>9</sup> 主营油品销售业务。

<sup>10</sup> 截至2021年末尚未实际运营。

元价格出售子公司新昌县宏成置业有限公司 100% 股权。截至 2021 年末，公司纳入合并范围子公司共 35 家。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构

得益于股东增资及划入资产，该公司 2021 年末所有者权益同比大幅增长 52.64% 至 181.30 亿元。当年末所有者权益增加主要为资本公积增长，资本公积较上年末增加 61.31 亿元至 163.01 亿元，主要系无偿划入长诏水库资产以评估价入账增加 51.45 亿元、财政拨款增加 8.00 亿元、无偿划入房产增加 1.82 亿元；持有参股子公司新昌县工业园区投资发展集团有限公司的股权进行权益法核算，增加 0.72 亿元。2021 年公司资本公积减少主要为将新昌县社会福利中心移交给新昌县颐和养老服务有限公司减少 0.70 亿元。当年公司实收资本未发生变动，仍为 10.00 亿元。2021 年末，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，占所有者权益比重分别为 5.52%、89.91% 和 2.83%。

该公司主要通过借款筹集项目建设资金，随着项目的持续投入，2021 年末公司负债总额持续大幅增长，2021 年末同比大幅增长 30.66% 至 236.75 亿元。由于当年股东划入较大规模资产，年末公司资产负债率为 56.63%，较 2020 年末下降 3.77 个百分点。公司负债主要为刚性债务，2021 年末刚性债务占负债总额的 92.13%，其他负债主要包括其他应付款 7.14 亿元和专项应付款 8.00 亿元。其他应付款主要系应付新昌县国有企业往来款，2021 年末增至 7.14 亿元，年末主要包括应付股东新昌投资 1.23 亿元、新昌县公共服务集团有限公司 1.00 亿元、新昌县水利水电有限公司 0.84 亿元等。由于当年收到财政拨款付项目款，年末专项应付款同比增长 12.28% 至 8.00 亿元。

#### B. 刚性债务

2021 年末，该公司刚性债务同比增长 30.83% 至 218.12 亿元，期末主要包括短期借款 35.56 亿元、应付票据 2.80 亿元、一年内到期的非流动负债 21.82 亿元、长期借款 80.01 亿元、应付债券 54.08 亿元、长期应付款 6.20 亿元和其他非流动负债 17.65 亿元<sup>11</sup>。从债务期限看，2021 年末短期刚性债务为 60.18 亿元，约占刚性债务的 28%，与 2020 年末短期刚性债务基本持平，即期债务偿付压力较大。从债务主体来看，公司刚性债务承债主体主要为公司本部、子公司新昌城开、水务集团和城投发展公司，上述主体有息债务分别约占公司刚性债务的 43%、23%、16% 和 5%。公司间接融资主要为银行借款，2021 年末余额为 121.75 亿元，银行借款方式由抵/质押及担保借款为主，抵/质押物为土地使用权、应收账款未来收益权、定期存单、投资性房地产、发电及原水收费权等，担保方为公司本部与下属子公司互保、股东新昌投资以及新昌县县属企业等，银行借款年利率主要处于 4.9%-6.4% 区间。2021 年以来，公司直接融资活跃度较高，发行了 3 期私募债、

<sup>11</sup> 包括债权融资计划共计 16.90 亿元（利率在 5.27%-6.35%，期限为 2-3 年期）、应收账款转让项目理财产品 0.75 亿元（利率在 5.8%-6.1%，期限多数为 2 年）。

2 期企业债和 1 期定向融资工具，主要由股东新昌投资担保，票面利率在 3.86%-5.68% 之间，截至 2022 年 6 月 14 日，公司存续债券余额 51 亿元<sup>12</sup>。

### C. 或有负债

截至 2021 年末，该公司对外担保余额合计 21.08 亿元，担保比率为 11.57%，担保对象主要为新昌县国有企业，面临由此形成的或有负债风险。

**图表 13. 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保余额	到期时间 <sup>13</sup>
新昌县梅渚新城（新村）建设投资有限公司	4.00	2022/1/16
新昌县七星水利投资有限公司	0.55	2026/4/14
	0.41	2026/5/31
	0.22	2026/7/7
	1.70	2024/3/26
新昌商城有限公司	0.72	2022/9/28
新昌县旅游集团有限公司	2.00	2022/4/21
	0.24	2022/5/20
新昌县经开产业园建设有限公司	2.10	2025/1/27
	0.50	2022/8/25
新昌县交通投资集团有限公司	2.60	2029/5/31
	3.50	2022/7/10
新昌县长诏水库运行管理中心	0.03	2022/4/8
新昌县十九峰景区发展有限公司	0.90	2023/10/23
新昌县高新基础设施投资有限公司	1.62	2023/8/30
<b>总计</b>	<b>21.08</b>	--

资料来源：根据新昌城投所提供资料整理、绘制

### (2) 现金流分析

该公司土地开发整理和基础设施建设业务建设周期长、支出规模较大，但资金回收期长。2021 年，公司项目建设投入规模仍保持较大规模、贸易业务现金流规模较大，主业现金回笼不能覆盖主业现金支出，销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金差额为-43.01 亿元。此外公司与新昌县国企往来款金额较大，加之利息费用、政府补助等，同期公司其他与经营活动有关的现金净流入 3.35 亿元。综合影响下，2021 年公司经营活动产生的现金流量净额为-41.10 亿元，持续大额净流出。

2021 年，该公司投资活动产生的现金流量净额为-7.18 亿元。其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 8.97 亿元，主要系购买土地使用权及自建项目投入支出；此外，当年公司处置新昌县宏成置业有限公司 100% 股权取得收益 1.64 亿元、拍卖部分砂石资源所有权取得收益 0.48 亿元。公司主要通过借款进行项目建设，2021 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 55.65 亿元。

<sup>12</sup> 此外，子公司水务集团还存续 ABS 债券合计 4.122 亿元。

<sup>13</sup> 到期日在 2022 年 6 月 20 日前的借款已如期偿还。



2021年，由于该公司经营活动及投资活动现金流量持续净流出，无法承担对债务的偿付。当年公司 EBITDA 为 4.81 亿元，近年来公司对外融资规模快速上升，2021 年公司 EBITDA 无法对利息偿付形成有效覆盖。

**图表 14. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况**

指标名称	2019 年	2020 年	2021 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.35	0.56	0.48
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.03	0.02
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-40.85	-58.78	-60.58
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-15.83	-24.26	-21.36
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-52.78	-63.39	-71.17
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-20.46	-26.16	-25.09

资料来源：新昌城投

### (3) 资产质量分析

该公司 2021 年获得大额水库资产无偿划入，加之当年公司项目建设投入较大，资产总额同比大幅增长 39.36% 至 418.05 亿元，其中流动资产占资产总额的 59.59%。

2021 年末，该公司流动资产同比增长 27.60% 至 249.13 亿元，当年项目投入及往来款流出规模较大，其他应收款和存货均大幅增长；年末公司流动资产主要为货币资金、其他应收款和存货，上述科目分别占流动资产的比例为 11.65%、12.35% 和 72.33%。其中，货币资金同比减少 8.59% 至 29.01 亿元，其中受限货币资金 12.83 亿元，系银行存单质押；其他应收款主要为与新昌县国有企业之间的往来款和借款，同比增长 36.26% 至 30.78 亿元，年末主要包括应收新昌县七星新区发展有限公司往来款 13.35 亿元、新昌县启辰物资有限公司往来款 4.49 亿元、新昌县长诏水库运行管理中心往来款 3.70 亿元、新昌县新高园艺有限公司借款 2.22 亿元<sup>14</sup>、新昌县七星水利投资有限公司往来款 1.67 亿元等；年末存货大幅增长 33.46% 至 180.20 亿元，增长主要系项目建设投入增加，年末主要为合同履行成本 170.86 亿元（主要为基础设施项目和土地开发业务投入未结转成本），公司大量资金沉淀于存货中，未来结转时间很大程度上取决于新昌县财力情况。此外，公司 2021 年末应收账款大幅增至 6.07 亿元，主要为应收物资销售业务货款大幅增加。

2021 年末，该公司非流动资产同比大幅增长 61.29% 至 168.92 亿元，增量主要来源于当年划入水库资产；年末公司非流动资产主要为长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产，上述科目分别占非流动资产的比例为 14.84%、33.11%、33.42% 和 11.43%。其中，长期股权投资同比增长 2.43% 至 25.07 亿元，变化不大，年末主要为对联营企业新昌县工业园区投资发展集团有限公司投资 24.47 亿元；投资性房地产主要为以评估价入账的房产，大部分已对外出租，年末同比增长 5.22% 至 55.93 亿元，增加主要系政府无偿划入房产增加 1.82 亿元、购入房产增加 0.86 亿元等；年末固定资产大幅增至 56.45 亿元，增加主要系无偿划入水库资产以评估价入账 51.45 亿元；无形资产较同比增长 28.92% 至 19.30 亿元，主要系当期公司通过购置及合并企业等方式增加土地使用权

<sup>14</sup> 借款期间为 2021 年 9 月-2022 年 9 月，借款本金为 2.15 亿元，其中 1.65 亿元利率为 6.37%、0.50 亿元利率为 7.5%。

5.34 亿元所致，年末主要包括土地使用权 6.20 亿元、砂石资源 5.53 亿元、停车场经营权 7.52 亿元等。此外，由于会计政策变动，2021 年末可供出售金融资产调至其他权益工具投资科目核算；随着自建项目持续投入，年末在建工程增至 5.76 亿元。

#### （4）流动性/短期因素

2021 年末，该公司资产中流动资产比重较高，相关流动性指标虽均处于较好水平，但公司流动资产中存货及其他应收款占比较高，资产变现时间和款项回收时间较长，资产流动性实际一般。年末公司短期刚性债务现金覆盖率为 49.49%，由于年末货币资金中 12.83 亿元使用受限，可动用货币资金对短期刚性债务覆盖率仅为 26.90%，货币资金对短期刚性债务的保障程度欠佳。

图表 15. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率（%）	268.21	296.36	356.94
现金比率（%）	50.05	48.21	42.68
短期刚性债务现金覆盖率（%）	55.86	53.36	49.49

资料来源：新昌城投

截至 2021 年末，该公司资产总额中受限资产账面净值合计 19.47 亿元，占总资产的比例为 4.66%。公司受限资产主要包括货币资金 12.83 亿元用于借款质押、土地使用权及房产合计 6.64 亿元用于借款抵押受限。

图表 16. 2021 年末该公司受限资产情况（单位：亿元）

入账科目	受限金额	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	12.83	44.21	用于借款质押
投资性房地产	4.32	7.73	借款抵押
固定资产	0.11	0.20	借款抵押
无形资产	2.20	11.41	借款抵押
合计	19.47	--	--

资料来源：新昌城投

### 3. 公司盈利能力

2021 年，该公司实现毛利润<sup>15</sup>0.18 亿元，近年来首次扭亏为盈，毛利率为 0.77%。从各板块来看，2021 年公司物资销售收入持续大幅增长，但毛利率较低，当年实现毛利润 0.25 亿元；由于 2020 年以来划入房产使得公司出租房产面积增加，租赁服务业务毛利润大幅增至 0.65 亿元；由于当年水量较充沛使得发电量增加，电力销售业务毛利润增至 0.11 亿元。此外，当年污水处理业务持续亏损，毛利润为-1.17 亿元。除上述业务外，其他业务毛利润规模较小。

2021 年，该公司期间费用合计 3.64 亿元，期间费用率为 15.36%，期间费用率较上年提升 1.7 个百分点。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，由于当年划入水

<sup>15</sup> 毛利润=营业收入-营业成本

库计提折旧增加以及人员公司上涨，2021 年公司管理费用同比大幅增长 52.09% 至 2.21 亿元；由于公司大部分金融机构借款利息资本化，当年资本化利息支出 7.71 亿元、列入财务费用的利息支出 2.28 亿元。

2021 年，该公司确认政府补助 2.78 亿元，包括水务集团自来水补贴、污水处理费补贴、水库折旧补贴、公司智慧城市建设和等，对公司利润形成良好补充。2021 年公司净利润为 0.98 亿元，净资产收益率为 0.65%，资产获利能力总体欠佳，且盈利对政府补贴依赖严重。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司是新昌县主要的基础设施和土地开发投建主体，跟踪期内持续获得股东在资产划拨、政府补助、项目获取等方面的支持。由于资产划拨及股东注资，2021 年公司所有者权益大幅增长。

### 2. 外部支持因素

跟踪期内，该公司仍获得股东在资产划拨、政府补助、项目获取等方面的大力支持。公司与银行等金融机构保持较好的合作关系，截至 2021 年末，公司银行授信余额为 65 亿元。

### 3. 担保增信

21 新昌债 01 与 21 新昌债 02 均由股东新昌投资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，跟踪期内担保持续有效，一定程度上提升了本期债券还本付息的安全性。

新昌投资成立于 2003 年 4 月，系新昌县国资委下属一级平台。截至 2021 年末，新昌投资实收资本 2.00 亿元，新昌县人民政府国有资产监督管理委员会持有其 100% 股权。新昌投资为新昌县核心的政府性项目投资建设主体，目前主要在新昌县从事基础设施和土地整理业务，同时开展水务、客运、市场经营、旅游、施工等经营性业务。

截至 2021 年末，新昌投资经审计的合并口径资产总额 1108.44 亿元，净资产为 393.56 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 383.44 亿元）；2021 年，新昌投资实现营业收入 46.11 亿元，净利润 4.01 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 3.96 亿元）。同期，新昌投资经营性现金净流出 115.52 亿元。

新昌投资为新昌县核心的城市基础设施建设及国有资产经营主体，承担了区域内重大政府项目建设任务，目前新昌投资仍有大额基建和土地开发投入沉淀在存货中，资金回笼时间明显滞后，在建项目投融资压力仍较大。同时，新昌投资经营的自来水、污水处理、客运服务、旅游门票服务等业务在区域内具有专营优势。此外，新昌投资还开展物资销售、安置房销售、自来水销售等经营性业务对公司营业收入贡献较大。

近年来，得益于政府资金拨款、资产及股权划入，新昌投资资本实力持续增强；但项目建设投资力度大，债务规模大幅增长，导致财务杠杆已升至偏高水平。新昌投资主要依赖借款进行项目建设和投资，非筹资性现金流大幅净流出，刚性债务规模大幅增加，即期债务偿付压力上升。新昌投资资产沉淀于土地开发和基础设施建设投入构成的存货，资金回笼较为滞后；此外新昌投资还存在较大规模的资金占款，流动性一般。新昌投资对外担保余额较大，且还有对民营企业的经营性担保业务，具有一定代偿风险。

## 跟踪评级结论

新昌县位于长三角经济圈内，工业基础较好，目前已形成装备制造和生物医药两大支柱产业，此外通用航空、信息经济等新兴产业同步发展。2021年，新昌县工业发展提速，带动当年全县经济较快增长。

该公司是新昌县重要的基础设施和土地开发投建主体，跟踪期内，公司项目建设支出持续扩大，且回款滞后，公司存货已积累至较大规模；目前公司在建项目资金需求仍较大，未来投融资压力将持续上升。同时公司还开展物资销售、工程结算、水务等经营性业务，其中水务相关业务依赖政府补助弥补亏损，物资销售业务对公司营业收入贡献较大，但盈利空间有限。

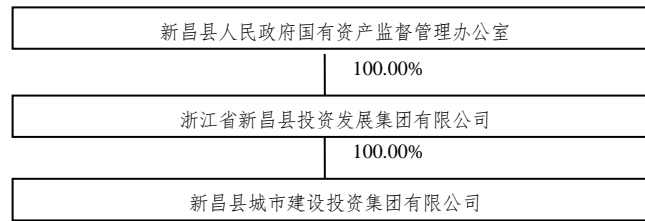
跟踪期内，该公司盈利能力较弱，利润主要来源于政府补助。2021年以来，公司项目建设支出持续扩大，且回款滞后，公司债务规模大幅扩张，债务负担重；得益于较大规模水库资产划入，年末公司资产负债率有所下降。但公司流动资产主要由项目投入及应收往来款构成，项目资金回笼滞后，应收往来款回款时间尚不确定，资产流动性较弱。此外，公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

21新昌债01与21新昌债02均由股东新昌投资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，跟踪期内担保持续有效，一定程度上提升了本期债券还本付息的安全性。

本评级机构仍将持续关注：（1）新昌县经济发展及主导产业运营情况；（2）该公司可获得上级支持及政府补助的持续性；（3）新昌县土地交易及房地产市场波动对公司业务的影响；（4）有息债务扩张风险；（5）即期债务偿债资金来源及公司融资渠道是否通畅；（6）代建项目资金回笼进度；（7）在建项目后续投入的建设资金来源；（8）公司对外担保的或有负债风险；（8）募投项目建设进度及运营情况。

附录一：

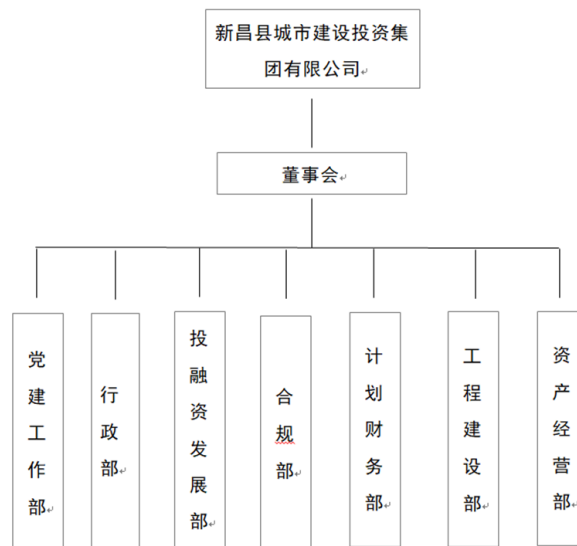
**公司股权结构图**



注：根据新昌城投提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录二：

**公司组织结构图**



注：根据新昌城投提供的资料绘制（截至 2021 年末）



附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金净 流入量 (亿元)	
新昌县城市建设投资集团有限公司	--	本部	土地整理、基础设施代建、物业 租赁等	94.52	37.71	--	-0.81	-55.36	
新昌县城市开发建设有限公司	新昌城开	100.00	土地整理、基础设施代建等	51.17	15.35	0.11	0.09	6.77	
新昌县水务集团有限公司	水务集团	100.00	供水、污水处理、水力发电、水 务工程等	34.59	81.40	4.52	0.64	-0.06	
新昌县城市建设投资发展有限公司	城投发展公司	100.00	基础设施建设代建等	11.70	56.83	0.60	1.54	12.08	

注：根据新昌城投提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年
资产总额 [亿元]	210.10	299.97	418.05
货币资金 [亿元]	26.30	31.74	29.01
刚性债务[亿元]	124.93	166.72	218.12
所有者权益 [亿元]	78.10	118.78	181.30
营业收入[亿元]	12.83	17.58	23.67
净利润 [亿元]	1.17	1.20	0.98
EBITDA[亿元]	3.00	3.68	4.81
经营性现金净流入量[亿元]	-20.70	-35.38	-41.10
投资性现金净流入量[亿元]	-6.05	-2.77	-7.18
资产负债率[%]	62.83	60.40	56.63
长短期债务比[%]	142.25	175.03	239.20
权益资本与刚性债务比率[%]	62.51	71.25	83.12
流动比率[%]	268.21	296.36	356.94
速动比率[%]	94.17	90.24	96.49
现金比率[%]	50.05	48.21	42.68
短期刚性债务现金覆盖率[%]	55.86	53.36	49.49
利息保障倍数[倍]	0.28	0.42	0.33
有形净值债务率[%]	210.16	174.64	146.18
担保比率[%]	16.44	19.91	11.57
毛利率[%]	-3.69	-3.45	0.77
营业利润率[%]	9.44	7.49	4.61
总资产报酬率[%]	1.12	1.07	0.93
净资产收益率[%]	1.56	1.22	0.65
净资产收益率*[%]	1.59	1.18	0.68
营业收入现金率[%]	90.48	97.63	103.36
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-40.85	-58.78	-60.58
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.83	-24.26	-21.36
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-52.78	-63.39	-71.17
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-20.46	-26.16	-25.09
EBITDA/利息支出[倍]	0.35	0.56	0.48
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.03	0.02

注：表中数据依据新昌城投审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算，2020 年数据采用 2021 年审计报告期初数。

附录五：

担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年
资产总额 [亿元]	602.51	828.49	1,108.44
货币资金 [亿元]	64.50	79.22	92.84
刚性债务[亿元]	336.99	495.27	671.87
所有者权益 [亿元]	219.37	292.59	393.56
营业收入[亿元]	25.74	36.41	46.11
净利润 [亿元]	2.85	3.69	4.01
EBITDA[亿元]	7.88	13.05	15.86
经营性现金净流入量[亿元]	-39.37	-102.85	-115.52
投资性现金净流入量[亿元]	-19.13	-26.70	-26.39
资产负债率[%]	63.59	64.68	64.49
长短期债务比[%]	192.27	225.71	301.61
权益资本与刚性债务比率[%]	65.10	59.08	58.58
流动比率[%]	309.29	329.86	403.28
速动比率[%]	99.15	99.15	120.35
现金比率[%]	52.96	49.97	53.96
短期刚性债务现金覆盖率[%]	77.25	59.88	63.97
利息保障倍数[倍]	0.27	0.47	0.43
有形净值债务率[%]	228.17	226.94	220.89
担保比率[%]	21.36	20.34	10.76
毛利率[%]	2.69	7.53	9.70
营业利润率[%]	12.79	11.45	8.94
总资产报酬率[%]	0.95	1.34	1.17
净资产收益率[%]	1.40	1.44	1.17
净资产收益率*[%]	1.48	1.43	1.19
营业收入现金率[%]	105.55	85.15	104.64
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-30.98	-69.58	-67.45
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-12.29	-24.72	-19.79
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-46.04	-87.65	-82.86
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-18.26	-31.13	-24.32
EBITDA/利息支出[倍]	0.38	0.64	0.60
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.03	0.03

注：表中数据依据新昌投资经审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算，2020 年数据为 2021 年审计报告期初数。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	7
		盈利能力	9
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	9
		负债结构与资产质量	5
		流动性	9
	个体风险状况		5
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		5	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录七：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2020年10月22日	AA/稳定	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年12月17日	AA/稳定	李艳晶、罗媛媛	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月28日	AA/稳定	李艳晶、罗媛媛	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	--
债项评级 (21新昌债01)	历史首次评级	2020年10月22日	AA+	罗媛媛、李艳晶	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2021年6月30日	AA+	李艳晶、罗媛媛	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年6月28日	AA+	李艳晶、罗媛媛	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	--
债项评级 (21新昌债02)	历史首次评级	2021年7月19日	AA+	李艳晶、罗媛媛	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015)	<a href="#">报告链接</a>

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
	本次评级	2022年6月28日	AA <sup>+</sup>	李艳晶、罗媛媛	<a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a> <a href="#">新世纪评级方法总论(2012)</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法(2015)</a> <a href="#">公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)</a>	--

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。



附录八：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录九：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。