

桐庐新城发展投资有限公司
及其发行的 21 桐庐 01 与 22 桐庐 01
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2022]100976】

评级对象: 桐庐新城发展投资有限公司及其发行的 21 桐庐 01 与 22 桐庐 01

	21 桐庐 01	22 桐庐 01
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2022 年 6 月 29 日	AA/稳定/AA/2022 年 6 月 29 日
首次评级:	AA/稳定/AA/2021 年 6 月 21 日	AA/稳定/AA/2022 年 1 月 10 日

主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	4.92	1.76	3.46
刚性债务	8.00	31.50	53.44
所有者权益	3.65	10.12	33.81
经营性现金净流入量	-6.87	-12.35	-13.89
发行人合并数据及指标:			
总资产	98.67	127.09	211.92
总负债	50.59	77.53	125.40
刚性债务	45.72	67.50	112.41
所有者权益	48.08	49.56	86.52
营业收入	4.31	1.85	1.22
净利润	1.60	1.19	0.77
经营性现金净流入量	-0.42	-15.38	-10.22
EBITDA	1.70	1.45	0.90
资产负债率[%]	51.27	61.01	59.17
长短期债务比[%]	252.03	241.96	207.02
营业利润率[%]	39.18	74.55	73.20
短期刚性债务现金覆盖率[%]	95.53	70.87	26.16
营业收入现金率[%]	220.78	200.73	615.22
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-29.93	-27.84	-19.42
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.37	0.16
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.03	0.01

注: 发行人数据根据桐庐新城经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。

分析师

刘明球 lmq@shxsj.com
 龚春云 gcy@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)对桐庐新城发展投资有限公司(简称桐庐新城、发行人、该公司或公司)及其发行的 21 桐庐 01 与 22 桐庐 01 的跟踪评级反映了 2021 年以来桐庐新城在外部环境及区域地位等方面保持优势,同时也反映了公司在债务偿付、投融资、资产质量及或有负债等方面面临的压力。

主要优势:

- **较好的外部环境。**桐庐县是杭州市下辖县,位于杭州都市经济区和义乌商圈的重合部,跟踪期经济恢复稳步增长,桐庐新城发展提供较好发展环境。
- **区域地位突出。**桐庐新城是桐庐县重要的建设主体之一,其核心业务区域桐庐经开区在全县经济发展中占有重要地位,可得到桐庐县政府和桐庐经开区管委会的较有力支持。

主要风险:

- **债务及投融资压力较大。**跟踪期内,桐庐新城刚性债务规模快速扩张,且公司在建及拟建项目后续存在较大规模的投资需求,面临较大的债务及投融资压力。
- **资产质量一般。**跟踪期内,桐庐新城资产以划拨土地、道路以及应收款为主,公司项目建设回款滞后,且公司暂借款占款较大额,相关款项的回收进度存在不确定性,资产流动性欠佳。
- **或有负债风险。**跟踪期内,桐庐新城对外担保规模较大,担保对象主要为桐庐县江南镇及桐庐县主城区基础设施建设主体,但仍有一定或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对桐庐新城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



桐庐新城发展投资有限公司

及其发行的 21 桐庐 01 与 22 桐庐 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2021 年桐庐新城发展投资有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券（简称“21 桐庐 01”）与 2022 年桐庐新城发展投资有限公司县城新型城镇化建设专项企业债券（简称“20 桐庐 02”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据桐庐新城提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对桐庐新城的财务状况、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 11 月 29 日公开发行 21 桐庐 01，金额为 5.00 亿元，票面利率为 4.88%，债券期限为 7 年，附第五年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。募集资金中 1.87 亿元用于补充营运资金，0.44 亿元用于新材料小微园建设工程，1.15 亿元用于桐庐经济开发区 55 号工业用地桐庐医疗器械产业基地建设项目，1.21 亿元用于桐庐富春江科技城电子器械基地项目二期，0.33 亿元用于桐庐富春科技电子器械基地改造一期工程。截至 2021 年末，已使用募集资金 0.50 亿元，均用于补充营运资金。募投项目均已如期开工、实施建设，建设进度与募集资金使用进度匹配，募投项目尚未完工投入运营。

该公司于 2022 年 1 月 26 日公开发行 22 桐庐 01，金额为 4.10 亿元，票面利率为 4.69%，债券期限为 7 年，附第五年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。募集资金中 1.53 亿元用于补充营运资金，0.36 亿元用于新材料小微园建设工程，0.95 亿元用于桐庐经济开发区 55 号工业用地桐庐医疗器械产业基地建设项目，0.99 亿元用于桐庐富春江科技城电子器械基地项目二期，0.27 亿元用于桐庐富春科技电子器械基地改造一期工程。募投项目均已如期开工、实施建设，建设进度与募集资金使用进度匹配，募投项目尚未完工投入运营。

截至 2022 年 6 月 20 日，该公司存续债券余额为 31.10 亿元，付息正常，均未到还本期。

图表 1. 截至 2022 年 6 月 20 日公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
22 桐庐 01	4.10	7(5+2)	4.79	2022 年 1 月 26 日	未到期
21 桐庐 01	5.00	7(5+2)	4.88	2021 年 11 月 29 日	未到期
21 桐庐新城 PPN002	6.00	5(3+2)	4.39	2021 年 6 月 28 日	未到期

21 桐庐新城 PPN001	6.00	5(3+2)	4.85	2021 年 3 月 18 日	付息正常，未到还本期限
20 桐庐 02	5.00	5(3+2)	4.19	2020 年 7 月 27 日	付息正常，未到还本期限
20 桐庐 01	5.00	5(3+2)	4.75	2020 年 4 月 29 日	付息正常，未到还本期限
合计	31.10	-	-	-	-

资料来源：桐庐新城

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，业务模式调整和市场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）区域环境

桐庐县位于杭州都市经济圈和义乌商圆的重合部，以及三江两湖杭州-黄山黄金旅游线中段，传统优势产业为针织、制笔、箱包、医疗器械、水力发电设备制造等，近年来全县布局智慧化、生态化产业，与当地工业及自然资源较为契合，具有一定发展潜力。2021 年以来，随着疫情得到较好防控，桐庐县经济恢复稳步增长。

桐庐县为杭州市下辖县，地处浙江省西北部、钱塘江中游，县域总面积 1829.25 平方公里，下辖 4 个街道、6 个镇、4 个乡，2021 年末全县常住人口 45.5 万人，城镇化率为 70.9%。

桐庐县位于杭州都市经济圈内和义乌商圈的重合部，境内水陆交通较为便捷，三小时经济圈可覆盖长三角重要地区。境内杭新高速穿境而过，距上海、宁波约 2 个半小时车程，距萧山国际机场约 1 小时车程；富春江水道穿境而过，富春江黄金水道全年能通航 500 吨级的船舶，上游可到达衢州，下游可通往上海港、宁波港以及全国各地的内陆港口。另一方面，县内拥有 20 余个各具特色的旅游景区以及诸多风景秀美的乡村，全县森林覆盖率达 72%，是较为理想的休闲度假目的地之一。较赋特色的区位及较便利的交通条件为桐庐县经济发展奠定了一定基础。

2021 年，随着新冠肺炎疫情得到控制，桐庐县经济快速增长，地区生产总值为 413.88 亿元，同比增长 9.5%。同期，桐庐县固定资产投资和全社会消费品零售总额分别同比增长 29.5%和 15.4%，货物进出口实现 95.86 亿元，同比增长 26.7%。2022 年第一季度，桐庐县地区生产总值为 93.63 亿元，同比增长 5.8%。此外，桐庐县智慧化、生态化的产业战略与当地工业及自然资源较为契合，具有一定发展潜力。

图表 2. 2019 年以来桐庐县主要经济指标及增速¹

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	386.39	6.8	376.27	2.1	413.88	9.5	93.63	5.8
第一产业增加值	25.03	2.5	25.36	0.4	26.62	2.6	3.88	1.4
第二产业增加值	177.60	8.6	160.78	2.4	187.53	11.2	40.47	8.4
第三产业增加值	183.76	5.1	190.13	2.0	199.73	8.9	49.28	4.2
全社会固定资产投资	-	18.7	-	23.4	-	29.5	-	48.2
房地产开发投资	47.65	26.8	36.98	-22.4	-	60.0	-	80.2
社会消费品零售总额	145.80	9.0	137.44	-5.7	158.62	15.4	33.18	8.3
进出口总额	75.04	-	75.31	0.4	95.86	26.7	26.9	84.1
三次产业结构	6.5:46.0:47.5		6.7:42.8:50.5		6.3:45.4:48.3		4.1:43.2:52.6	
全社会旅游总收入	234.92	24.5	235.79	0.4	94.2	-	-	-

资料来源：桐庐县国民经济和社会发展统计公报、桐庐国民经济统计年报简要本及桐庐县统计局

针织、制笔、箱包、医疗器械、水力发电设备制造等为桐庐县传统优势产业。桐庐县工业经济发展呈现外向度高、传统产业占比高、小微企业占比高、块状经济明显等特征，面临一定可持续增长压力。为适应新常态经济的发展趋势，桐庐县结合自身资源特征与优势，以智慧化、生态化理念发展产业经济，以富春江科技城、迎春商务区、富春山健康城、富春江（芦茨）乡村慢生活体验区等为产业发展平台，近年来重点布局以智慧安防、电子信息、电子商务、信息软件、智慧物流等为重点的信息经济，以及健康养生、休闲旅游等新兴服务业，例如支持海康威视、英飞特等龙头企业集群发展，培育壮大生物医药、医疗器械、汽车零部件、水力发电设备、磁性材料等特色产业集群，积极利用“互联网+”、“机器人+”、“标准+”和“品牌+”，支持制笔、针织、箱包等传统制造业转型升级，产业结构不断优化。2021 年，桐庐县规模工业增加值为 107.33 亿元，同比增长 11.6%。分产业看，高新技术、装备制造业和战略性新兴产业增加值分别同比增长 10.5%、20.4%和 16.5%。分行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业、非金属矿物制品业和专用设备制造业增加值分别同比增长 20.5%、12.8%、32.9%。2022 年第一季

¹ 2018 年桐庐县 GDP 为 2020 年经济普查修订数。

度，桐庐县规上工业增加值 26.85 亿元，同比增长 8.5%。分产业看，高新技术、装备制造业、战略性新兴产业增加值分别同比增长 7.6%、10.3%、12.1%。

桐庐县不断发展电商及物流产业，一方面深化“快递回归”战略，延伸县内快递物流产业链，提升作为“中国快递之乡”的知名度，另一方面推进跨境电商发展，鼓励企业开展海外仓建设，建成农产品电商产业园，支持“农村淘宝”、“村邮乐购”等平台发展，桐庐县已连续三年入围中国电子商务百强县；桐庐县不断拓展休闲旅游、健康服务、养生养老等领域，全社会接待游客人次、旅游业总收入持续增长，现桐庐县精品民宿、民宿床位总量已列杭州地区第一、第二位。2021 年，桐庐县数字经济产业增加值 53.2 亿元（剔重），同比增长 5.8%。2022 年第一季度，全县数字经济核心产业增加值 13.45 亿元，同比增长 14.8%，数字经济核心产业增加值增速高于地区生产总值增速 9.0 个百分点，占地区生产总值比重 14.4%，较上年提高 1.5 个百分点。

房地产市场方面，2021 年，桐庐县房地产开发投资额同比增长 60.0%，因疫情得到较好防控而增速高。同期，全县商品房销售面积 46.97 万平方米，同比增长 17.8%，两年平均增长 13.8%。2022 年第一季度，桐庐县房地产开发投资同比增长 80.2%；全县商品房销售面积 5.57 万平方米，同比下降 38.8%。

2021 年，受房地产企业三道红线以及政府对土地市场调控的影响，桐庐县土地出让面积大幅下降 40.53%至 102.23 万平方米，土地出让总价下降至 45.01 亿元。2022 年 1-5 月，桐庐县实现土地出让面积为 27.47 万平方米，土地出让总价为 7.11 亿元。

图表 3. 2019 年以来桐庐县土地市场交易情况²

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-5 月
土地出让总面积（万平方米）	92.00	171.91	102.23	27.47
其中：住宅用地	1.08	4.06	--	3.35
综合用地（含住宅）	27.41	60.37	28.15	3.34
商业/办公用地	11.77	22.70	14.13	0.10
工业用地	39.50	70.60	59.95	20.68
土地出让总价（亿元）	29.70	61.70	45.01	7.11
其中：住宅用地	0.57	2.26	--	3.04
综合用地（含住宅）	24.44	50.27	37.79	3.00
商业/办公用地	2.08	4.45	3.40	0.02
工业用地	1.65	3.65	3.83	1.05
土地出让均价（元/平方米）	3228.16	3588.81	4403.09	2589.95
其中：住宅用地	5246.23	5561.09	--	9074.63
综合用地（含住宅）	8918.24	8327.45	13424.87	8994.91
商业/办公用地	1763.67	1960.63	2403.26	2140.00
工业用地	416.70	516.63	638.19	507.21

资料来源：中指指数

桐庐经开区为省级经济开发区，成立时间较早，现阶段的核心建设区域为富春江科技城等，以智慧安防、医疗器械、总部经济等为重点产业。目前桐庐经开区（富春江科技城）招商取得一定进展，经济发展对桐庐县贡献较高。

² 明细中不含其他用地。合计数与各项加总数略有差额，系尾数四舍五入所致。下同。

桐庐经开区为省级经济开发区，成立于 1994 年 8 月，下辖分水区块、富春江区块、横村区块、瑶琳区块和桐君区块等，以机械电子、医疗器械、皮革箱包、纺织服装、新型建材等为主导和特色产业。区内医疗器械产量占全国市场的约三分之一，外销额占全国外销额的约二分之一；分水区块以制笔业闻名，已形成涉及原料供应、元件配套、模具设计、加工生产、产品包装、销售等较完整的产业链条；横村区块以绢丝针织系列产品和针织小三件产品闻名，形成了包括毛纺、染整、织造等在内的门类齐全的针织块状特色经济。分水、横村、瑶琳等区块因所属乡镇而得名，发展时间较早，已较为成熟，近年来桐庐经开区重点建设的区域是以富春江科技城为核心的江南区块以及凤川街道（凤川区块）、城南街道区域，该部分也是桐庐经济开发区管理委员会（以下简称“桐庐经开区管委会”或“管委会”）负责统筹规划建设的主要区域。城南街道、凤川区块和江南区块的建设分别由该公司本级、下属子公司桐庐经济开发区建设投资发展有限公司（以下简称“桐庐经开建投”）和孙公司富春科技建投负责。

富春江科技城（以下简称“科技城”）成立于 2012 年，位于桐庐经开区核心区域，规划面积 30.8 平方公里，以“智慧·风情·生态城”为发展定位，以“产城结合”为发展理念，以智慧安防、医疗器械、总部经济等为重点产业。经过多年发展，科技城招商取得显著进展，已成为桐庐经开区产业的核心载体，也是桐庐县产业发展的四大平台之一。科技城内智慧安防产业以海康威视落户及配套产业引进为基础，不断推进产业集聚；医疗器械产业以康基、申达斯奥等为核心企业，同时吸引了省级医疗器械高新技术产业基地落户；总部经济的发展则以花园总部和桐商总部为载体，集聚了包括中房、科拓等项目。

2021 年，桐庐经开区规模工业增加值 54.45 亿元，同比增长 11.4%，占全县规模以上工业增加值的 50.73%，对桐庐县贡献度较高。2022 年 1-5 月，桐庐经开区规模工业增加值为 19.99 亿元，同比增长 10.3%，保持较高增速。同期，桐庐经开区固定资产投资 33.30 亿元，同比增长 54.3%，其中工业投资额 6.85 亿元，同比大幅增长 105.7%。

图表 4. 2019 年以来桐庐经开区（富春江科技城）主要经济指标

项目	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
规模工业销售产值	236.70	-	226.85	-	262.84	-	-	-
规模工业增加值	46.32	15.4	45.96	4.6	54.45	11.4	19.99	10.3
固定资产投资	36.06	-1.3	31.57	-	31.50	-0.2	33.30	54.3
其中：工业投资	9.21	-25.3	12.64	-	20.01	58.3	6.85	105.7
社会消费品零售总额	6.50	-	17.89	-11.7	20.70	15.7	6.68	8.2

资料来源：桐庐国民经济统计年报简要本、桐庐经济开发区管委会、桐庐新城

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍是桐庐县重要的建设主体之一，主要负责桐庐经开区内的市政工程建设及与园区招商引资相关的产业配套投资等。受代建项目进度及限价房未实现收

入影响，2021 年公司营业收入较上年有所减少，收入及毛利润大部分仍来源于工程代建。公司代建项目回款一般，未来建设项目投资需求大，存在较大的投融资压力。

跟踪期内，该公司仍是桐庐县的主要建设主体之一，继续负责桐庐经开区内的市政工程建设及与园区招商引资相关的产业配套投资等，包括因工程建设需要产生的土地整理及拆迁安置等，收入及毛利润均主要来源于相关工程的代建。

2021 年，该公司实现营业收入 1.22 亿元，同比下降 34.00%，主要系代建项目受进度影响收入减少及限价房未实现销售收入所致，其中代建工程管理收入占比为 87.00%。此外，当年未产生限价房销售收入。公司物业出租收入主要来源于公司建设的科技孵化园一期项目，目前处于运营初期，已入驻企业约 50 家，但因入驻企业多为小规模初创公司，且部分于 2018 年开始收取租金，租赁收入规模很小，2021 年随着已租面积的增加，物业出租收入有所增加。同年，公司实现毛利润 1.13 亿元，主要来自代建工程管理业务，占比为 92.63%。公司其他业务收入为未来城拿地后，出售土地上原有厂房、设备的收入，2021 年公司其他收入 0.06 亿元。

图 5. 2019 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（亿元、%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4.31	100.00	1.85	100.00	1.22	100.00
代建工程管理	4.15	96.33	1.33	72.17	1.06	87.00
限价房销售	0.13	3.02	0.11	5.80	--	--
物业出租	0.03	0.66	0.02	1.31	0.10	8.45
其他	-	-	0.38	20.71	0.06	4.55
毛利润	0.58	100.00	1.53	100.00	1.13	100.00
代建工程管理	0.54	93.10	1.15	74.99	1.05	92.63
限价房销售	0.01	2.04	-0.01	-0.81	--	--
物业出租	0.03	4.85	0.01	0.90	0.03	2.48
其他	-	-	0.38	24.92	0.06	4.89
毛利率		13.51		83.13		93.03
代建工程管理		13.06		86.37		99.05
限价房销售		9.15		-11.54		--
物业出租		100.00		56.72		27.30
其他		-		100.00		100.00

资料来源：桐庐新城

（1）基础设施建设

A. 工程代建

该公司主要从事桐庐经开区的市政工程建设，包括因工程建设需要产生的土地整理及拆迁安置等，2020 年以前的工程项目，由公司与浙江富春山健康城投资开发有限公司（以下简称“健康城公司”³）签署工程项目建设合同，公司根据项目进度确认的实际发生的代建项目成本为基础，按成本加成 12%-18%确认工程建设收入，项目完工后

³ 2021 年 12 月 28 日，桐庐县国资委将所持健康城公司 50%股份无偿划转给桐庐新城。截至 2021 年末，健康城公司股东为桐庐新城（50.00%）和中国农发重点建设基金有限公司（50.00%），实际控制人为桐庐县国资委。健康城公司主要负责桐庐富春山健康城内的基础设施建设。

由健康城公司组织验收，项目工程款在项目进度确认后三年内支付。2020 年后的工程项目，由公司与桐庐县富春未来城开发建设有限公司（以下简称“未来城开发公司”⁴）签署工程项目建设合同，公司按项目管理净额确认收入。

该公司所涉大部分项目如道路施工维护、绿化整治等单个投资额较小，均于开工当年度确认收入；对于较大额投资项目，则采用分标段建设，按照工程进度确认收入。2019 年以来公司确认收入项目主要包括道路改造、绿化、安装等以及拆迁安置项目，除拆迁安置外其余项目投资规模较小。拆迁安置项目主要为凤川拆迁安置工程项目（以下简称“凤川项目”）和东兴区块征迁项目，公司负责工程建设，根据每年投入金额确认收入，由桐庐县拆迁办负责具体安置工作。2021 年，公司确认代建收入 1.06 亿元。截至 2021 年末，公司确认收入的主要代建项目累计已投资 62.22 亿元，累计收到回款 23.69 亿元。

图表 6. 截至 2021 年末公司确认收入的主要代建项目情况（单位：亿元）

项目名称 ⁵	计划总投资	累计已投资	已收到回款
春江东路沿线环境综合整治项目	1.09	1.09	0.65
凤川大道道路改造及景观提升项目	0.50	0.51	0.60
宝心路沿线及周边区域改造项目	1.20	1.21	1.39
富春江科技城一期项目	2.50	2.39	2.78
凤川拆迁安置工程项目	17.00	15.29	17.71
智慧安防小镇项目	16.80	10.45	-
花园式总部项目	0.63	0.41	0.48
富春南渠改造项目	0.07	0.07	0.08
东兴区块征迁项目	29.70	30.80	-
合计	69.49	62.22	23.69

资料来源：桐庐新城

图表 7. 2019 年以来确认收入代建项目情况

项目名称	确认收入（亿元）
春江东路沿线环境综合整治项目	0.05
凤川大道道路改造及景观提升项目	0.05
宝心路沿线及周边区域改造项目	0.09
富春江科技城一期项目	0.51
凤川拆迁安置工程项目	2.27
花园式总部项目	0.48
富春南渠改造项目	0.01
土石方工程	0.54
零星工程	0.15
2019 年小计	4.15
智慧安防小镇	1.00
零星工程	0.33
2020 年小计	1.33
凤川区块征迁工程	0.56
城南东路（宝心路-凤旺路段）工程	0.19
110kv 下杭变输变电工程线路工程	0.13

⁴ 截至 2021 年末，未来城开发公司由桐庐县事业单位桐庐县富春未来城市发展中心 100.00%持股，实际控制人为桐庐县人民政府，主要负责富春未来城内的基础设施建设。

⁵ 以下项目由一个或多个子项目构成，对于投资额较小的工程按照项目区域划分合并统计。

项目名称	确认收入 (亿元)
智慧安防小镇	0.04
海康威视 110 千伏用途变接入系统工程	0.02
马家路 (春江东路-白云源路) 工程	0.02
天鹤桥工程	0.01
零星工程	0.10
2021 年小计	1.06

资料来源：桐庐新城

截至 2021 年末，该公司拟建项目包括富春江科技城二期项目、文成建设工程和中国（杭州）国际快递会展中心。中国（杭州）国际快递会展中心建设内容主要是快递博物馆、集采中心、培训中心、研究院，规划总投资 13.53 亿元，资金来源为公司自筹。总体看，公司在建及拟建基础设施项目后续有一定规模投资，面临一定的投融资压力。

图表 8. 截至 2021 年末公司主要拟建代建项目情况 (单位：亿元)

项目名称	计划总投资	计划完工时间
富春江科技城二期项目	3.50	2023 年
文成建设工程	3.56	2024 年
燕园路 (棚里路-健康路) 建设工程	0.04	2022 年
中国 (杭州) 国际快递会展中心	13.53	2023 年
七里山路 (洋洲南路-东兴路段) 改造工程	0.37	2022 年
拟建项目合计	21.00	-

资料来源：桐庐新城

B. 自建自营项目

除工程代建项目外，该公司还有部分自建自营项目，建设资金主要依靠自有资金、银行借款和发行债券，未来拟通过租售相关物业平衡资金。截至 2021 年末，公司主要在建自建自营项目包括电子器械产业园、镍产业园建设及配套基础设施工程、3080 电子器械产业园四期建设及配套基础设施工程、医疗器械产业基地建设项目和新材料小微园建设工程，计划总投资 15.68 亿元，资金来源为自筹，已投入 7.67 亿元，后续尚需投入 8.01 亿元。

图表 9. 截至 2021 年末公司主要在建产业园项目情况 (单位：亿元)

项目名称	计划总投资	已完成投资	计划完工时间	尚需投入
电子器械产业园	6.36	2.27	2022 年	4.09
镍产业园建设及配套基础设施工程	2.87	1.33	2023 年	1.54
3080 电子器械产业园四期建设及配套基础设施工程	2.21	1.98	2023 年	0.23
医疗器械产业基地建设项目	3.06	1.40	2022 年	1.66
新材料小微园建设工程	1.18	0.69	2022 年	0.49
合计	15.68	7.67	-	8.01

资料来源：桐庐新城

整体来看，该公司代建项目回款滞后，未来建设项目投资金额大，存在较大的投融资压力。

(2) 限价房

该公司限价房业务主要为飘鹰富春江花苑项目和岩桥大阜山安置房项目，其中飘鹰富春江花苑项目主要面向浙江工商大学杭州商学院教职工出售，属于政府限价房项目，计划总投资 3.00 亿元。项目于 2017 年 9 月开工建设，目前实际投入建设成本 3.00 亿元。项目建设方为桐庐飘鹰置业有限公司（以下简称“飘鹰置业”⁶），由富春科技建投负责回购并组织向符合条件人员网签，销售合同由飘鹰置业与教职工签署，销售资金由其归集后拨付公司，公司根据回购支付资金确认成本，根据实际销售金额确认收入。该项目总共建设房屋 560 套，其中限价房 417 套定向销售，剩余 143 套市场化拍卖销售。截至 2021 年末，飘鹰富春江花苑项目 417 套限价房已全部销售完毕，富春科技建投已支付回购款 2.29 亿元，确认收入 2.29 亿元，累计收回款项 2.29 亿元；市场化销售共计拍卖 46 套，剩余 97 套，确认收入 0.24 亿元，收到回款 0.24 亿元，剩余房源将于 2022-2023 年分批拍卖。2021 年飘鹰富春江花苑项目无市场化销售与回款。

桐庐经济开发区岩桥大阜山安置房项目⁷建设地点位于桐庐经济开发区陈山路南面，用地西侧毗邻求是路，南侧为规划中的多层农居点，东侧为市政次干道。该项目计划总投资 3 亿元，总用地面积 13779 平方米，总建筑面积 29970.48 平方米，包括 4 幢 14 层的高层住宅（含一层商铺），住宅总户数为 256 户。结构形式高层为钢筋混凝土框架剪力墙结构。配套公建有物业管理用房、物业经营用房、社区卫生服务用房、社区配套服务用房（居家养老）、社区活动中心（健身场所）、公共厕所、沿街配套商铺等。小区共提供机动车位 288 个。项目住宅总户数为 256 户，首先给予选择实物安置的拆迁住户 75 套房，剩余 181 套面向选择货币安置的拆迁住户进行定向销售，可售面积 20091.54 平方米。项目计划建设工期为 2020 年 11 月至 2022 年 12 月，已于 2020 年 11 月开工建设，截至 2021 年末，项目已投资 1.41 亿元，未来尚需投资 1.59 亿元。

(3) 物业出租

为促进园区招商引资、产业培育及人才引进等，该公司进行了园区物业的投资建设。该类项目建设资金以公司自筹为主，后期拟以租赁方式运营。目前该板块主要为科技孵化园一期项目。科技孵化园总体结构分为“一心、两轴、三组团”，即中央人行广场景观核心、园区纵向景观主轴及中央人行广场景观次轴和研发管理组团、企业孵化组团、配套服务组团。项目总用地面积 7.01 万平方米，总建筑面积 16.70 万平方米，其中地上建筑面积 13.06 万平方米。2020 年末，一期工程已完工，后续投资主要是部分内部装修改造费用。科技孵化园一期项目总建筑面积 7.06 万平方米，主要涉及建设 12 层的总建筑面积为 1.56 万平方米的创业基地、5 层的总建筑面积为 3.96 万平方米的孵化中心，以及 1 层的建筑面积为 1.54 万平方米的地下车库及设备房，截至 2021 年末，科技孵化园可供出租面积 2.54 万平方米，已出租面积 2.54 万平方米，且入驻企业多为小规模初创公司，部分于 2018 年开始收取租金，目前租赁收入规模很小。2021 年，科技孵化园确认租金收入 0.10 亿元，2021 年租金收入较上年大幅增加系出租面积增加以及收回 2020 年部分商铺未缴租金所致。

⁶ 飘鹰置业由农工商房地产（集团）有限公司 100%持股，实际控制人为孙文彬。

⁷ 岩桥大阜山安置房项目法人该公司。

(4) 其他业务

2020 年度开始，该公司的代建项目业主方主要为未来城开发公司，该部分其他业务收入是未来城相关项目在拿地之后，土地上原有厂房、设备逐步处理出售的收入，由于是拍来土地上固有的设备，没有直接对应的成本。2021 年，公司其他业务收入为 0.06 亿元。

管理

跟踪期内，该公司股权结构、治理结构、管理架构及制度和高管人员等均未发生变化。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，桐庐县国有资产管理委员会仍为公司控股股东。此外，公司治理结构、管理架构及制度和高管人员均未发生变化。

根据该公司提供 2022 年 5 月 31 日本部企业信用报告，存在三笔已结清关注类贷款，根据公司提供的本部已结清关注类贷款相关说明，主要系 2014 年前银行将企业属于政府类的贷款划分为关注类贷款所致。根据公司提供的 2022 年 6 月 22 日子公司健康城公司和桐庐经开建投企业信用报告，两家子公司均不存在关注、不良等异常信贷记录。

根据国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局、全国法院被执行人信息查询平台、证券期货市场失信记录查询平台等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2022 年 5 月末该公司本部和桐庐经开建投无不良行为记录。二级子公司富春科技建投于 2020 年 9 月存在一项行政处罚，系公司 2020 年 6 月《5000 万元及以上固定资产投资项目情况》报表中，建筑工程资额上报数（1-6 月）填报数与实际数不符，行政处罚金额为 8800 元。

财务

跟踪期内，该公司主业有一定盈利空间，盈利对政府补助依赖趋弱。公司资产以划拨土地、道路以及应收款为主，资本实力及资产质量一般。公司项目投入持续较大，但回款整体滞后，刚性债务规模快速扩张，已积累较大债务压力，加之短期刚性债务持续增加，短期债务偿付压力快速上升。此外，公司对担保规模较大，有一定或有负债风险。

1. 公司财务质量

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）作为公司的审计机构，对公司的 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。公司执行财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。自 2021 年 1 月 1 日起，公司执行新收入准则、新金融准则和新租赁准则。

跟踪期内，该公司通过无偿划转新增 2 家子公司健康城公司（主要从事施工建设）和浙江桐君山健康产业发展有限公司（主要从事商务服务），2021 年末公司一级子公司为 2 家，即桐庐经开建投和健康城公司。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

随着项目推进，该公司负债规模较快扩张。2021 年末，公司负债总额为 125.40 亿元，同比增长 61.74%；但得益于健康城公司股权及停车场特许经营权无偿划入，资产负债率小幅下降 1.83 个百分点至 59.17%，但仍处于较高水平。从债务期限结构看，公司负债主要集中在非流动负债，2021 年末公司长短期债务比为 207.02%，较上年末下降 34.94 个百分点，债务期限仍偏长期。

该公司负债主要由刚性债务构成，2021 年末刚性债务占总负债的比重为 89.64%，其余主要为其他应付款和应交税费。2021 年末，公司其他应付款⁸为 8.06 亿元，主要为往来款 7.15 亿元，包括应付桐庐滨江建设有限公司凤川分公司往来款 4.90 亿元、桐庐惠民建设有限公司往来款 1.00 亿元、桐庐国投往来款 0.98 亿元、桐庐县城市建设投资集团有限公司往来款 0.29 亿元和桐庐县征地事务所保证金 0.23 亿元，余额同比增长 17.49%；应交税费余额为 2.89 亿元，较上年末增长 5.63%，主要系 2021 年公司企业所得税增加，以及本部及其子公司不再存在小规模纳税人导致增值税增加所致。

2021 年末，该公司刚性债务为 112.41 亿元，同比增长 66.52%，其中银行借款 67.53 亿元，应付债券 26.88 亿元，债权投资计划和定向融资计划 10.00 亿元，融资租赁款 5.24 亿元，政府专项债券 2.60 亿元。银行借款主体主要集中于公司本部、子公司桐庐经开建投及健康城公司。从借款方式看，保证借款为主要的借款方式，保证人主要为桐庐县其他国有公司，保证借款余额占银行借款余额的比重为 82.05%。从借款主体看，公司本部刚性债务余额为 43.30 亿元，占合并口径刚性债务余额的比重为 47.54%。从期限结构看，2021 年末，公司长短期刚性债务分别为 84.12 亿元和 28.29 亿元，分别占刚性债务的 74.84%和 25.16%，刚性债务以长期为主。截至 2022 年 6 月 20 日，该公司存续债券余额 31.10 亿元，付息正常，均未到还本期限。

或有负债方面，2021 年末，该公司对外担保余额为 17.60 亿元，担保比率为 20.34%。公司担保规模较大，担保对象主要为桐庐县江南镇和桐庐县主城区基础设施建设主体。总体看，公司存在一定的或有负债风险。

图表 10. 2021 年末公司对外担保情况

被担保方	担保余额（亿元）
桐庐县铁路建设投资开发有限公司	3.98
桐庐县土地整治开发利用有限公司 ⁹	3.10
桐庐县绿水建设开发有限公司	3.08
桐庐水务有限公司	2.87

⁸ 不含应付利息，下同。

⁹ 桐庐县国投二级子公司。

被担保方	担保余额 (亿元)
桐庐县城乡住房改造开发有限公司	1.90
桐庐县交通发展集团有限公司	1.00
桐庐县国有资产投资经营有限公司	0.72
桐庐县富春未来城开发有限公司	0.65
桐庐交通资产经营有限公司	0.30
合计	17.60

资料来源：桐庐新城

(2) 现金流分析

该公司经营性现金流平衡主要依靠工程建设业务的回款，获现能力主要取决于该业务回款的支付进度。2021年，公司营业收入现金率为615.22%，较上年提升414.49个百分点，经营性净现金流为-10.22亿元，净流出额较上年减少5.16亿元，主要是上年审计师将桐庐县其他基础设施建设主体暂借款的收支以及科技孵化园等自营项目的投入调整至收到及支付其他与经营活动有关的现金，导致大额净流出，以及当年富春未来城等项目投入较大所致。公司投资性现金流主要衡量对桐庐县其他基础设施建设主体暂借款的收支以及科技孵化园等自营项目的投入。2021年，公司投资性净现金流为-7.25亿元，主要系暂借款与投资桐庐富嘉产业发展股权投资合伙企业（有限合伙）支出现金较大所致。筹资活动现金流入主要是取得借款和发行债券收到的现金、借入往来款和定期存单解付，流出主要是偿还债务支付的现金以及借入往来款的偿还。2021年，公司取得借款收入10.55亿元，发行债券收到的现金16.96亿元，主要系发行两期PPN和一期企业债所致，当年，公司筹资活动净流入15.61亿元。总体来看，公司代建业务款项回收及桐庐县其他基础设施建设企业支付进度和支付能力变化对公司现金平衡的有较大影响。

2021年，该公司EBITDA为0.90亿元，较上年减少0.55亿元，主要是受利润总额减少影响。同年，由于刚性债务规模快速上升，且融资成本较高，EBITDA对利息支出覆盖有所下滑，对刚性债务的覆盖较弱。2021年，公司非筹资性现金大额净流出，无法对债务形成有效保障。公司资金受政府资金调配影响而有所波动，因此资金平衡对筹资活动依赖较高。

图表 11. 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)	0.64	0.37	0.16
EBITDA/刚性债务(倍)	0.05	0.03	0.01
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.25	-83.05	-32.19
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-1.17	-27.17	-11.36
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-83.15	-85.10	-55.02
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-29.93	-27.84	-19.42

资料来源：桐庐新城

(3) 资产质量分析

2021 年末，该公司净资产为 86.52 亿元，主要由资本公积、未分配利润和实收资本构成。同期末，公司实收资本为 1.10 亿元，无变化；资本公积主要由划拨土地、道路资产和特许经营权构成，同期末公司资本公积为 58.14 亿元。2021 年末，公司资本公积较上年末增加 23.30 亿元，主要系收到桐庐县国资委无偿划拨入的健康城公司 50% 股权 13.00 亿元和道路停车泊位特许经营权 10.30 亿元所致。2021 年末，公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的 68.48%，资本稳定性一般。得益于经营累积，公司未分配利润持续增长。2021 年末，公司未分配利润余额为 10.30 亿元，占所有者权益的 11.90%，若进行股东分红，可能会对公司资本实力有所影响。

2021 年末，该公司总资产为 211.92 亿元，其中流动资产占比维持在 80% 以上。2021 年末公司流动资产为 178.58 亿元，较上年末增长 58.41%，主要由存货、其他应收款、应收账款和货币资金构成。其中，存货余额为 155.35 亿元，为土地及开发成本，余额较上年末增长 70.69%，主要系代建项目推进导致开发成本增加以及健康城公司纳入合并范围所致。其他应收款余额为 14.68 亿元，主要为应收未来城开发公司暂借款 8.48 亿元，用于未来城开发公司营运资金周转，对桐庐江南镇新农村镇村建设有限公司（以下简称“江南镇新农村”）、浙江省桐庐经济开发区管理委会、桐庐云栖综合开发有限公司、桐庐县国投暂借款分别为 1.73 亿元、1.65 亿元、1.20 亿元和 1.10 亿元，均不需付息。公司应收账款余额为 1.15 亿元，主要为应收未来城开发公司的工程代建款 1.14 亿元，较上年末减少 5.93%。货币资金余额为 7.40 亿元，包括银行存款 6.40 亿元和其他货币资金 1.00 亿元，其中受限资金为 1.00 亿元，余额较上年末减少 20.11%。

2021 年末，该公司非流动资产为 33.34 亿元，主要是投资性房地产、无形资产、其他非流动资产和固定资产。其中，投资性房地产余额为 10.34 亿元，是公司用于出租的房屋建筑物，采用公允价值计量，余额较上年末增长 21.89%，主要是存货转入 1.83 亿元所致。公司无形资产余额为 10.57 亿元，较上年末大幅增加 10.41 亿元，主要系当年划入的道路停车泊位特许经营权。公司其他非流动资产 5.70 亿元，与上年末一致，仍为桐庐经开区管委会划拨的道路资产。固定资产余额为 4.88 亿元，较上年末增加 4.87 亿元，主要系健康城公司纳入合并范围导致固定资产中房屋及建筑物增加所致。此外，2021 年，公司新增其他权益工具投资 1.85 亿元，系对桐庐富嘉产业发展股权投资合伙企业（有限合伙）与桐庐康润生物医药股权投资合伙企业（有限合伙）的投资。

(4) 流动性/短期因素

截至 2021 年末，该公司受限资产账面价值 10.84 亿元，占总资产的 5.12%，占净资产的 12.53%，其中用于抵押的投资性房地产、存货、无形资产和固定资产分别为 6.77 亿元、0.98 亿元、0.16 亿元和 1.94 亿元，用于借款质押的货币资金 1.00 亿元，公司受限资产规模较小。

该公司负债以非流动负债为主，流动负债规模较小，因此账面流动比率维持在较高水平。2021 年末，随着公司短期刚性债务的进一步增加，公司短期刚性债务现金覆盖率继续下滑至 26.16%，短期刚性债务的偿付压力上升至较大。

图表 12. 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 (%)	594.89	497.23	437.22
现金比率 (%)	64.61	40.85	18.12
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	95.53	70.87	26.16

资料来源：桐庐新城

3. 公司盈利能力

2021 年，该公司营业毛利为 1.13 亿元，绝大部分来源于代建工程管理，其中代建业务毛利为 1.05 亿元，综合毛利率为 93.03%，2020 年以来由于代建业务大部分收入采用净额法确认收入，毛利率显著上升；期间费用全部为管理费用和财务费用，2021 年，公司期间费用为 0.24 亿元，2020 年以前公司利息全部资本化，2020 年后部分费用化，使期间费用较以往年度不断增加。同期，公司期间费用率为 20.06%，2020 年以来受代建业务收入确认方法改为净额法影响公司营业收入减少，以及期间费用增加综合影响期间费用率大幅上升。公司可持续收到园区建设财政补贴，2021 年公司收到财政补贴为 0.01 亿元，较上年减少 0.10 亿元，需关注政府补助的持续性。2021 年，公司净利润为 0.77 亿元，对政府补助依赖持续减弱。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍是桐庐县重要的建设主体之一，主要负责桐庐经开区内的市政工程建设及与园区招商引资相关的产业配套投资等。受代建项目进度及限价房未实现收入影响，2021 年公司营业收入较上年有所减少，收入及毛利润大部分仍来源于工程代建。公司代建项目回款一般，未来建设项目投资需求大，存在较大的投融资压力。

跟踪期内，该公司主业有一定盈利空间，盈利对政府补助依赖趋弱。公司资产以划拨土地、道路以及应收款为主，资本实力及资产质量一般。公司项目投入持续较大，但回款整体滞后，刚性债务规模快速扩张，已积累较大债务压力，加之短期刚性债务持续增加，短期债务偿付压力快速上升。此外，公司对担保规模较大，有一定或有负债风险。

2. 外部支持因素

桐庐经开区仍对全县经济和财政贡献作用较为突出，该公司作为桐庐经开区的建设主体，也是桐庐县主要的建设主体之一，可得到桐庐县政府及开发区管委会在资产注入、债务置换等方面的较有力支持。此外，公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2021 年末，公司共获得各家银行授信总额 100.71 亿元，未使用额度为 16.88 亿元。

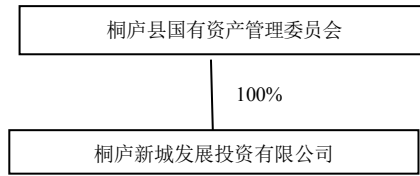
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司股权结构、治理结构、管理架构及制度和高管人员等均未发生变化。公司仍是桐庐县重要的建设主体之一，主要负责桐庐经开区内的市政工程建设及与园区招商引资相关的产业配套投资等。受代建项目进度及限价房未实现收入影响，2021年公司营业收入较上年有所减少，收入及毛利润大部分仍来源于工程代建。公司代建项目回款一般，未来建设项目投资需求大，存在较大的投融资压力。

跟踪期内，该公司主业有一定盈利空间，盈利对政府补助依赖趋弱。公司资产以划拨土地、道路以及应收款为主，资本实力及资产质量一般。公司项目投入持续较大，但回款整体滞后，刚性债务规模快速扩张，已积累较大债务压力，加之短期刚性债务持续增加，短期债务偿付压力快速上升。此外，公司对担保规模较大，有一定或有负债风险。

附录一：

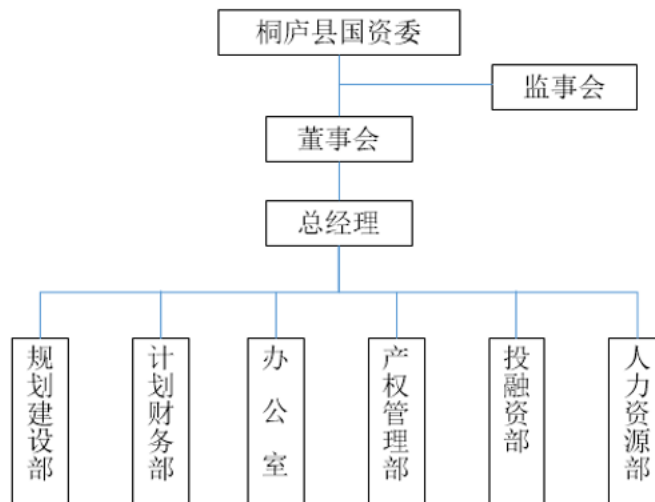
公司股权结构图



注：根据桐庐新城提供的资料绘制（截至 2022 年 5 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据桐庐新城提供的资料绘制（截至 2022 年 5 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况¹⁰

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)	
桐庐新城发展投资有限公司	桐庐新城	-	施工建设	53.44	33.81	0.61	0.51	-13.89	公司本部
桐庐经济开发区建设投资发展有限公司	桐庐经开建投	100.00	施工建设	12.43	32.02	0.13	0.08	6.12	一级子公司
桐庐县富春科技建设投资有限公司	富春科技建投	80.00	施工建设	21.51	11.39	0.48	0.19	-2.46	二级子公司
浙江富春山健康城投资开发有限公司	健康城公司	50.00	施工建设	25.03	26.00	0.82	0.25	-2.63	一级子公司

注：根据桐庐新城提供资料整理

¹⁰ 均为单体。

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]	98.67	127.09	211.92
货币资金 [亿元]	9.29	9.26	7.40
刚性债务[亿元]	45.72	67.50	112.41
所有者权益 [亿元]	48.08	49.56	86.52
营业收入[亿元]	4.31	1.85	1.22
净利润 [亿元]	1.60	1.19	0.77
EBITDA[亿元]	1.70	1.45	0.90
经营性现金净流入量[亿元]	-0.42	-15.38	-10.22
投资性现金净流入量[亿元]	-10.40	-0.38	-7.25
资产负债率[%]	51.27	61.01	59.17
长短期债务比[%]	252.03	241.96	207.02
权益资本与刚性债务比率[%]	105.16	73.41	76.97
流动比率[%]	594.89	497.23	437.22
速动比率[%]	189.31	95.82	56.88
现金比率[%]	64.61	40.85	18.12
短期刚性债务现金覆盖率[%]	95.53	70.87	26.16
利息保障倍数[倍]	0.64	0.37	0.16
有形净值债务率[%]	105.59	156.96	165.11
担保比率[%]	31.61	28.65	20.34
毛利率[%]	13.51	83.13	93.03
营业利润率[%]	39.18	74.55	73.20
总资产报酬率[%]	1.92	1.28	0.53
净资产收益率[%]	3.38	2.43	1.14
净资产收益率*[%]	3.20	2.08	1.25
营业收入现金率[%]	220.78	200.73	615.22
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.25	-83.05	-32.19
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-1.17	-27.17	-11.36
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-83.15	-85.10	-55.02
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-29.93	-27.84	-19.42
EBITDA/利息支出[倍]	0.64	0.37	0.16
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.03	0.01

注：表中数据依据桐庐新城经审计的 2019-2021 年度财务数据整理、计算。

附录五：
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	8
		盈利能力	8
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	7
		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	10
	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

附录六：
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	2019年8月30日	AA/稳定	张雪宜、张玉琪	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年1月10日	AA/稳定	刘明球、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AA/稳定	刘明球、龚春云	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)	-
21桐庐01	历史首次评级/前次评级	2021年6月21日	AA	刘明球、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AA	刘明球、龚春云	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)	-
22桐庐01	历史首次评级/前次评级	2022年1月10日	AA	刘明球、龚春云	新世纪评级方法总论(2012) 城投类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体)MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2022年6月29日	AA	刘明球、龚春云	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)	-

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。

附录七：
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

附录八：

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。

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，并非是某种决策的结论、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。